

*А. Е. Лукьянова, Е. А. Нечаев*

## **ХЕДЖЕВЫЕ ФОНДЫ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ФИНАНСОВУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Цель настоящей статьи состоит в анализе влияния деятельности хеджевых фондов на рыночную динамику и рыночную целостность. Практическая значимость исследования сводится к тому, что его результаты могут быть использованы профессиональным сообществом, представителями законодательных и регулирующих органов для повышения эффективности регулирования финансового рынка, при разработке мер, направленных на укрепление стабильности отдельных сегментов финансового рынка, а также при формировании инвестиционных ожиданий инвесторов, связанных с деятельностью хеджевых фондов.

### **ВЛИЯНИЕ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ НА РЫНОЧНУЮ ДИНАМИКУ**

Современный этап развития мировой экономики характеризуется растущим уровнем глобализации. Одними из проявлений подобных процессов выступают сближение и взаимопроникновение финансовых систем различных стран. Следствием повышающейся взаимозависимости национальных экономик и формирования единого рынка капитала становится возможность глобальной нестабильности: локальные экономические колебания или кризисы в одной стране могут иметь региональные или даже глобальные последствия.

Анализ влияния деятельности крупных инвестиционных институтов на финансовую стабильность и рыночную целостность является одним из основных направлений исследований в последние годы. Чаще других в фокусе внимания оказывались такие крупные финансовые институты, как хеджевые фонды. Прежде всего это обусловлено некоторыми знаковыми событиями последних лет.

Первое событие связано с деятельностью Дж. Сороса. Принадлежащий ему хеджевый фонд Quantum в 1992 г. успешной игрой на понижение способствовал масштабной девальвации фунта стерлингов. Величина полученной фондом прибыли составила около 1 млрд долл. Второе событие относится к краху Long-Term Capital Management (далее — LTCM)

в сентябре 1998 г. — хеджевого фонда, являвшегося, по мнению авторитетного журнала Institutional Investor, лучшим в мире финансовым инструментом (Best finance faculty in the world (с)). Стоимость активов LTCM на апрель 1998 г. достигала 129 млрд долл., а величина открытых позиций превышала 1,25 трлн долл., но в результате событий, произошедших после российского дефолта 1998 г., фонд за несколько месяцев потерял более 45% своей капитализации.

Эти и другие события инициировали ряд масштабных исследований, проведенных регулирующими органами и крупнейшими международными организациями. Исследования были направлены на изучение нормативно-правового регулирования деятельности определенных типов инвестиционных институтов, в том числе хеджевых фондов, их способности приносить абсолютный, порой гарантированный доход вне зависимости от рыночной конъюнктуры и оказывать влияние на стабильность финансового рынка и его эффективность.

Объективная сложность, возникающая при анализе деятельности хеджевых фондов, обусловлена отсутствием единого понимания сущности этих финансовых институтов и их обязательных характеристик. В этих условиях детальное исследование места хеджевых фондов среди институтов альтернативного инвестирования и их возможностей оказывать дестабилизирующий эффект на рыночную динамику и рыночную целостность приобретает особую важность.

Первоначально термин «хеджевый фонд» использовался для описания фондов, хеджировавших свои позиции для получения абсолютного дохода вне зависимости от рыночной конъюнктуры. В настоящее время под хеджевым фондом понимают не только фонды, «страхующие» свои позиции, но и инвестиционные институты, использующие стратегии, далекие от хеджирующих. Д. Воэн, партнер компании Dechert LLP, в комментариях [Selected Definitions of «Hedge Fund», 2003] к отчету Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее — SEC (United States Securities and Exchange Commission)) по вопросам деятельности хеджевых фондов [Implications of the Growth of Hedge Funds..., 2003] привел 14 определений хеджевых фондов, данных наиболее авторитетными международными финансовыми организациями, регулирующими органами и крупными участниками мирового финансового рынка. В основном признано, что отличительными чертами хеджевых фондов является их частный характер, привлечение к управлению ими профессиональных менеджеров и недоступность для широкой публики.

По мнению ряда исследователей, главными отличиями хеджевых фондов от других инвестиционных институтов являются уровень регулирования их деятельности, требования к раскрытию информации, тип и количе-

ство возможных инвесторов, вознаграждение управляющих, доступные инструменты инвестирования и уровень левириджа [Darst, 2000]. Т. Шнивайс предлагает рассматривать хеджевые фонды как обособленные торговые площадки инвестиционных банков [Schneeweis, 1998], а С. Браун и В. Гоцман [Brown, Goetzmann, 2001] полагают, что хеджевые фонды лучше всего характеризуются тем, что не подпадают под требования законодательства США об инвестиционных фондах.

Классическим считается определение хеджевого фонда, данное рабочей группой по финансовым рынкам при Президенте США в 1999 г. В соответствии с ним под хеджевым фондом понимается «частный инвестиционный фонд (пул), недоступный для широкого круга лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим» [Hedge Funds, Leverage..., 1999].

Наиболее активный рост индустрии хеджевых фондов относится к последнему десятилетию. По оценке Van Hedge Advisers, на начало 2005 г. насчитывалось около 8,7 тыс. фондов, определенных как хеджевые, с величиной активов под их управлением, составляющей 950 млрд долл. Схожая оценка содержится в отчете, подготовленном Alternative Fund Services Review совместно с CorrectNet [Hedgefundmanager] в 2005 г. В соответствии с проведенным исследованием количество хеджевых фондов на конец 2004 г. составило более 11,3 тыс., а величина активов превысила 1 трлн долл. По некоторым оценкам, величина активов хеджевых фондов на начало 2006 г. приблизилась к 1,5 трлн долл. (табл. 1).

Таблица 1

**Динамика количества хеджевых фондов и величины активов под их управлением**

<b>Хеджевые фонды</b>	<b>1999 г.</b>	<b>2000 г.</b>	<b>2001 г.</b>	<b>2002 г.</b>	<b>2003 г.</b>	<b>2004 г.</b>
<b>США</b>						
Количество фондов, тыс.	4,150	4,250	4,400	4,600	4,875	5,000
Величина активов, млрд долл.	255	280	315	340	420	480
<b>Другие юрисдикции</b>						
Количество фондов, тыс.	2,050	2,250	2,600	2,900	3,225	3,700
Величина активов, млрд долл.	225	240	285	310	400	470
<b>Всего</b>						
Количество фондов, тыс.	6,200	6,500	7,000	7,500	8,100	8,700
Величина активов, млрд долл.	480	520	600	650	820	950

С о с т а в л е н о п о: [Liang, 2000, p. 11–47].

Глобализация деятельности хеджевых фондов отражает растущую потребность в их услугах со стороны как крупных международных организаций, так и индивидуальных инвесторов и компаний, осуществляющих

свою деятельность на внутренних рынках отдельных стран. Хеджевые фонды обеспечивают привлекательные механизмы диверсификации портфеля ценных бумаг, поскольку зачастую показывают слабую зависимость от рыночных индексов и доходности традиционных финансовых активов. Вложения в подобные фонды являются привлекательными не только для консервативных инвесторов, нацеленных на получение гарантированного дохода, но и для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои риски за счет включения в портфель рыночно нейтральных активов.

В то же время деятельность хеджевых фондов приносит не меньше выгоды рынку, чем своим инвесторам. Хеджевые фонды обеспечивают рыночную ликвидность, способствуют разрешению кризисных ситуаций на неустойчивых и низколиквидных рынках. Они являются важными, а иногда и доминирующими источниками ликвидности ипотечных займов, необеспеченных ценных бумаг и многих других финансовых инструментов. Операции, осуществляемые хеджевыми фондами с различными финансовыми активами, в конечном итоге способствуют сближению рыночной и фундаментальной стоимости актива, уменьшают курсовые спреды и снижают стоимость различных трансакций. В результате действия хеджевых фондов способствуют повышению информационной эффективности рынка и, как следствие, более эффективному ценообразованию. Крайне показательным является высказывание А. Гринспена, председателя Федеральной резервной системы США в 1987–2006 гг., относительно деятельности хеджевых фондов: «...Среди того, что делают хеджевые фонды, выделяется тенденция к участию их в усовершенствовании системы ценообразования в США и во всем мире, и эта их роль в улучшении финансовой системы в целом является одной из причин высокой эффективности капитала в США... мы не можем не признать всю ценность этой функции... я уверен, что необходимо помнить о том вкладе, который хеджевые фонды вносят в экономику США» [Greenspan, 1998, p. 12].

Хеджевые фонды, как и любые другие участники рынка ценных бумаг, определяют свои инвестиционные стратегии в зависимости от рыночной конъюнктуры: принятие решений осуществляется на основе анализа отличий рыночной стоимости активов от исторически сложившейся нормы или от уровня, определенного на основе фундаментальных макроэкономических предпосылок. Путем частого осуществления арбитражных операций подобные инвесторы повышают рыночную ликвидность, смягчая курсовые колебания и способствуя более эффективному ценообразованию. В том случае, когда арбитражеры, часто выступающие маркет-мейкерами рынка, по тем или иным причинам с него уходят, вероятность рыночной нестабильности значительно возрастает. По данным рабочей группы по финансовым рынкам при Президенте США (далее — PWGFM (President's Working

Group on Financial Markets)) [Hedge Funds, Leverage..., 1999], паника на биржах США в сентябре-октябре 1998 г. была вызвана временным прекращением арбитражных операций со стороны крупных институциональных инвесторов.

Ряд экономических и финансовых событий конца 90-х гг. XX в. послужил толчком к пересмотру особенностей функционирования финансовых рынков и активизации исследований, посвященных анализу деятельности крупных инвестиционных институтов. В рамках данного процесса был создан Форум финансовой стабильности, который немедленно сосредоточился на анализе деятельности хеджевых фондов и других организаций, характеризующихся высоким уровнем леввериджа<sup>1</sup> (Highly Leveraged Institutions, далее — HLI).

В настоящий момент ряд исследователей полагает, что из-за своих размеров, репутации и крупных открытых позиций крупные инвесторы могут значительно влиять на рыночную динамику и способствовать формированию разрыва между рыночными ценами и их фундаментальными значениями. Агрессивная инвестиционная стратегия подобных институтов также может отражать их попытки рыночного манипулирования.

Некоторые из вопросов, затронутых в академических исследованиях последних лет, связаны с деятельностью HLI на небольших рынках. Первый определяется возможностью больших и концентрированных позиций серьезно усиливать рыночную напряженность и внешние эффекты на подобных рынках. Второй — тем, что различные агрессивные стратегии, время от времени используемые некоторыми макрофондами и крупными банками, способны подорвать рыночную целостность.

Несмотря на то что довольно мало исследований напрямую посвящено анализу влияния хеджевых фондов на рыночную динамику или рыночную целостность, данным вопросам уделено довольно много «опосредованного» внимания. Так, в результате проведенного Форумом финансовой стабильности в 2000 г. исследования были сделаны выводы о том, что крупные концентрированные позиции HLI оказывали существенное влияние на рыночную динамику в некоторых малых и средних открытых экономиках.

Одним из способов возможного влияния HLI на рыночную динамику является установление крупных, концентрированных позиций, которое может выступать как частью общей стратегии фонда, так и быть случайным — к примеру, при неадекватных оценках размера рынка и позиций

---

<sup>1</sup> Несмотря на то что не все хеджевые фонды обладают высоким уровнем заемных средств по причине слабости регулирования их деятельности, все же они потенциально способны привлекать заемное финансирование в очень крупных масштабах. В связи с этим в данной статье далее хеджевые фонды будут отнесены к HLI.

остальных участников и при резком сокращении рыночной ликвидности. Размеры занимаемых позиций могут позволить крупным игрокам манипулировать стоимостью активов. Крупные занимаемые позиции могут также снабдить НЛІ значительно большей информацией по сравнению с другими рыночными игроками.

Инвестиционные стратегии фондов также могут быть важным фактором для определения возможности их рыночного влияния. Обычный подход многих НЛІ — предсказывание определенных событий в будущем и последующая корректировка своих инвестиционных стратегий. В подобной ситуации НЛІ не являются инициаторами происходящих событий — они выступают пассивными участниками, выжидающими возникновения определенной ситуации и пытающимися на ней заработать. Таким образом, НЛІ могут быть «рыночно активными» во время различных финансовых потрясений, но их присутствие необязательно будет давящим или дестабилизирующим — в ряде случаев оно может даже способствовать снижению рыночной напряженности.

Часто исследователями рассматривались и другие инвестиционные стратегии хеджевых фондов:

- интенсивная продажа валют в моменты временной неликвидности;
- распространение слухов о грядущих переменах в экономической политике, которые будут соответствовать уже открытым позициям;
- связанные позиции НЛІ, пересекающиеся (случайно или нет) на определенном рынке или внутри какой-либо небольшой рыночной системы, либо на международных рынках, открытых с целью перенаправить денежные потоки на другие рынки.

Однозначной трактовки цели использования НЛІ подобных инвестиционных стратегий не существует. К примеру, торговля в моменты временной неликвидности может возникнуть потому, что участники рынка хотят установить или ликвидировать позиции охотнее, чем изменить текущий уровень цен. Связанные позиции НЛІ могут быть следствием реализации аналогичных инвестиционных стратегий, основанных на обладании схожей информацией или возможности осуществления «подражательной» торговли. Позиция, пересекающая связанные ликвидные и неликвидные рынки, может быть в большей степени обусловлена необходимостью диверсификации портфеля, нежели осуществлением «двойной игры».

#### **ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ И ФИНАНСОВЫЕ ПОТряСЕНИЯ**

Как сказано выше, одним из проявлений глобализационных процессов выступает сближение финансовых систем различных стран. В результате происходит унификация факторов системного риска, а также повышение вероятности его возникновения. К подобному выводу пришли А. Франк-

лин и Р. Херринг [Franklin, Herring, 2001], выделившие несколько ключевых характеристик развития финансовых рынков (общих для всех стран мира), способствующих росту системного риска:

- интернационализация деятельности крупнейших инвестиционных институтов;
- интеграция деятельности подобных институтов в рамках финансовых конгломератов;
- укрупнение отдельных участников рынка;
- формирование единого мирового поля, способствующего быстрому перетеканию ликвидности и распространению рисков.

Подобные характеристики финансового рынка приводят к тому, что значительно повышается вероятность как горизонтальной (между странами), так и структурной (между отдельными секторами) трансляции кризисных явлений, а также возрастает их интенсификация.

Несмотря на то что работ, посвященных анализу способностей хеджевых фондов инициировать, транслировать либо оказывать значительное влияние на происходящие кризисные явления, не очень много, результаты проведенных исследований вполне доступны. В ходе проведенного МВФ в 1998 г. исследования удалось доказать ведущую роль хеджевых фондов в формировании кризиса 1992 г., когда, выступив в качестве лидеров рынка, хеджевые фонды значительно усугубили кризис, «сориентировав» остальных его участников, хотя причины, по которым они заняли подобную позицию, были вызваны фундаментальными экономическими условиями [Hedge Funds and Financial..., 1999], а не преследовали чисто спекулятивные цели<sup>2</sup>. В других случаях, в частности в 1994 г., хеджевые фонды понесли значительные убытки в ходе игры на понижение процентных ставок, в то время как ставки только росли [Hedge Funds, Leverage..., 1999].

Исследование азиатского кризиса 1997 г. показало, что, несмотря на активное присутствие на рынке хеджевых фондов, они не играли главную роль в формировании кризиса. В ходе активной продажи батов<sup>3</sup> хеджевые фонды были скорее аутсайдерами процесса, нежели его лидерами. Более того, по данным Форума финансовой стабильности [Report of the Working Group..., 2000], бат являлся единственной азиатской валютой, по которой фонды занимали крупные короткие позиции. В остальных странах их влияние было значительно меньшим. Другие исследователи также подтверждают эту информацию. С. Браун, В. Готцман и Дж. Парк [Brown, Goetzmann,

---

<sup>2</sup> В то же время, по неподтвержденным данным, Дж. Сорос на момент принятия решения располагал инсайдерской информацией о готовящейся девальвации фунта стерлингов со стороны центрального банка Великобритании.

<sup>3</sup> Национальная валюта Таиланда.

Park, 2000] установили, что влияние хеджевых фондов на Азиатский валютный кризис является сильно преувеличенным. Анализируя деятельность хеджевых фондов на иностранных валютных рынках, они пришли к выводу о том, что периоды активного присутствия хеджевых фондов на отдельных рынках никак не связаны с изменениями процентных ставок. Схожий результат был получен С. Ирвин и С. Йошимару [Irwin, Yoshimaru, 1996] при анализе деятельности управляющих фондов фьючерсов. Они доказали, что активное участие хеджевых фондов во фьючерсной торговле не повышает волатильность рынка, как считалось ранее.

Одним из вопросов, затрагиваемых современными исследователями, является возможность крупных игроков срочного рынка влиять на динамику спот рынка, усугубляя или стабилизируя кризисную ситуацию. В качестве примера влияния деривативов на рыночную динамику можно привести кризис 1987 г. В соответствии с докладом министра финансов США Н. Брэди (Brady Report)<sup>4</sup> основной причиной кризиса явилось резкое усиление активности на форвардном рынке. В докладе отмечено, что крупные портфельные инвесторы, пытаясь ограничить свои возможные потери на спот рынке, начали активно продавать индексные фьючерсы. Подобные действия привели к значительному снижению форвардных цен и создали возможность временного арбитража. В соответствии со сложившейся конъюнктурой участники рынка начали скупать фьючерсы и продавать базисные активы, что привело к обвальному снижению цен и на спот рынке.

Несмотря на то что Азиатский кризис 1997 г. не был точной копией кризиса 1987 г., многие исследователи поспешили обвинить крупных иностранных портфельных инвесторов, в числе которых было несколько хеджевых фондов, в значительном усугублении ситуации. В частности, С. Раделет и С. Сахс [Radelet, Sachs, 1999] в качестве главной причины кризиса назвали панику участников рынка. По их мнению, внезапный вывод крупными игроками значительных финансовых ресурсов в совокупности с ошибочными действиями правительства и МВФ способствовали резкому ухудшению рыночной ситуации. Аналогично, В. Ким и Вей [Kim, Wei, 1999] и Й. Парк и Сонг [Park, Song, 1999] приходят к выводу, что финансовый кризис был в большей степени обусловлен действиями крупных инвесторов, спровоцировавших панику на рынке, нежели его фундаментальной неустойчивостью.

В то же время исследование, проведенное Х. Чо, Б. Ко и Р. Штульцем [Cho, Kho, Stulz, 1999], свидетельствует о невысокой роли институциональ-

---

<sup>4</sup> Речь идет о докладе, содержащем рекомендации по повышению эффективности мер по регулированию рынков, как реакции на события 19 октября 1987 г., когда произошел крах на фондовом рынке.



ных инвесторов в кризисе 1997 г. Указанными авторами была собрана наиболее полная информация о сделках иностранных инвесторов на Корейской фондовой бирже в период с июля 1997 г. и до конца 1998 г. В соответствии с результатами исследования крупные иностранные инвесторы являлись чистыми покупателями активов и принимали участие в коллективных спонтанных операциях не чаще, чем остальные игроки рынка.

Таким образом, многие факты свидетельствуют о некоторой ответственности хеджевых фондов за формирование кризисных ситуаций, в том числе посредством инициирования или участия в коллективных спонтанных операциях. Поскольку коллективные спонтанные операции и стратегии положительной реакции вообще широко представлены на рынке, постольку большинство исследователей признают, что степень участия хеджевых фондов в подобных операциях не превышает уровня остальных участников рынка.

#### **КРАХ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ КАК УГРОЗА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**

Одним из основных направлений исследований в последние годы выступает анализ возможных последствий банкротства крупных НЛІ для финансовой стабильности и рыночной целостности.

В рыночной ситуации конца 1998 г. ликвидация такого фонда, как LTCM, привела к дополнительным прямым потерям для его контрагентов и значительным вторичным потерям других участников рынка, в том числе за счет спешного закрытия открытых позиций и распродажи имеющихся активов. Кроме того, по данным Форума финансовой стабильности [Report of the Working Group..., 2000], упорядоченная ликвидация фонда была затруднена из-за неясностей вокруг закона о банкротстве и особенностей ранее заключенных финансовых контрактов.

Кризисная ситуация, возникшая на финансовых рынках в конце 1998 г., была значительной и имела далеко идущие последствия. Рынки ценных бумаг и деривативов, на которых активно действовали многие игроки, обладали значительным уровнем леввериджа, благодаря участвовавшей секьюритизации долга становились все более важными средствами кредитования. В связи с этим внезапный делеверидж, или кризис крупных инвестиционных институтов, негативно повлиял на деятельность других участников рынка и отрицательно сказался на функционировании всей финансовой системы, чьими маркет-мейкерами они частично являлись.

В поисках путей ограничения чрезмерного уровня леввериджа НЛІ и снижения прямых последствий от их потенциального краха исследователи пытались проанализировать причины, приведшие LTCM на грань провала, и обстоятельства, которые сделали возможным столь сильное его влияние на остальных участников рынка.

Под управлением LTCM находились средства, по большей части инвестированные в рыночные активы стран Большой восьмерки. Благодаря действиям своих легендарных сотрудников — самых блестящих и технически грамотных на рынке специалистов<sup>5</sup>, — доходность фонда после расчетов с управляющими составила в среднем 33,7% в 1995–1997 гг., что превысило доходность S&P 500 на 4,4 процентного пункта.

Предколлапсное состояние LTCM возникло из комбинации нескольких реализовавшихся рисков — по отношению как к LTCM, так и к другим участникам рынка — и ряда непредвиденных событий. Размер LTCM, уровень его левиреджа и концентрация риска на определенных рынках и отдельных активах были нетипичными для большинства других хеджевых фондов и HLI. Фонд был особенно уязвим для экстраординарных, не просчитываемых заранее рыночных условий, которые появились в результате девальвации рубля в России и одностороннего моратория долга в августе 1998 г. Эти условия, в которых инвесторы и финансовые институты искали пути снижения риска и обеспечения ликвидности любой ценой, привели к резкому увеличению премий за ликвидность и значительному росту спрэдов.

Последующие действия участников рынка способствовали тому, что ожидаемая низкая корреляция между различными рынками стала значительно более высокой, а некоторые глобальные портфели крупнейших участников — гораздо менее диверсифицированными, чем предполагалось. При этом размер, устойчивость и обвальное распространение спрэдов мешали применению стандартных моделей риск-менеджмента, вызывая потери, значительно превосходящие расчетные.

По данным Р. Штульца [Stulz, 2000], управляющие LTCM формировали портфель вложений фонда таким образом, чтобы его годовая волатильность не превышала 20%. В течение длительного периода, предшествовавшего кризисной ситуации, величина волатильности стоимости портфеля была постоянно ниже целевого значения. При общей сумме собственных средств фонда в размере 4,7 млрд долл., месячном значении VAR, равном 5%, и уровне волатильности в 20% максимальная расчетная величина месячного убытка фонда составляла 448 млн долл.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> «...The best and brightest technicians in the hedge fund community...» [Brown, Goetzmann, 2001, p. 121]. На тот момент в числе сотрудников фонда состояли два Нобелевских лауреата — Р. Мертон и М. Шоулз.

<sup>6</sup> 21 августа 1998 г., через 4 дня после объявления Россией дефолта по внутреннему долгу, убытки LTCM составили 551 млн долл. Убыток к 21 августа был больше, чем 10-кратная дневная волатильность активов фонда. По данным [Stulz, 2000], вероятность такого события, если исходить из нормального распределения вероятностей, близка к нулю.

В своей деятельности LTCM использовал стратегии фиксированного дохода, а также стратегии, позволяющие осуществлять временной арбитраж. Используя в своих операциях огромный финансовый рычаг, фонд получал прибыль от малейших отклонений курсов от своих расчетных значений. Большая часть средств в надежде на конвергенцию процентных ставок и на низкие спреды была вложена в облигации США, Японии и стран Евросоюза. В 1998 г. LTCM приобрел огромные суммы низколиквидных, высокорисковых облигаций (ценные бумаги, обеспеченные ипотечными закладными, бросовые корпоративные облигации и т. д.) и коротко продал высоколиквидные и низкорисковые ценные бумаги (государственные ценные бумаги стран Большой восьмерки). Занятые таким образом позиции были значительно усилены благодаря крупным заимствованиям со стороны международных финансовых организаций.

Кредиторы, знакомые со структурой инвестиционного портфеля LTCM (цит. по: [Brown, Goetzmann, 2001, p. 53]), утверждают, что фонд активно использовал в своей стратегии различные свопы, позволяющие, не совершая значительных финансовых вложений, активно играть на рынке. Приобретая свопы, LTCM, в противовес другим участникам рынка, надеялся на конвергенцию процентных ставок и низкие спреды. В то же время последующие события показали, что прогноз был сделан неверно. К концу сентября 1998 г. чистые активы LTCM достигли 600 млн долл., а сальдо баланса превысило 100 млрд долл. Уровень леввериджа составил 167:1, а потери фонда — более 90% собственных средств.

В случае с LTCM резко сократившаяся ликвидность рынка обострила проблемы фонда по закрытию ряда позиций. К середине сентября проблемы с ликвидностью вместе с сокращением собственных средств LTCM привели к серьезному беспокойству управляющих, кредиторов и основных вкладчиков фонда по поводу того, что в ближайшее время деятельность LTCM может закончиться крахом и крайне неблагоприятно сказаться на и так уже довольно «чувствительных» рынках. Частично этот риск был нивелирован за счет своевременного предоставления крупного займа в размере 3,65 млрд долл., организованного Федеральным резервным банком Нью-Йорка, со стороны 14 крупнейших международных финансовых организаций.

Подобная ситуация стала возможной благодаря тому, что возможности риск-менеджмента LTCM, а также величина собственных средств фонда не соответствовали масштабу и сложности его операций. Проблемы в LTCM могли бы и не возникнуть, если бы управляющие фонда не открывали позиции и не привлекали кредиты в таких масштабах. На начало 1998 г. величина заемных средств превышала величину собственных средств LTCM в 28 раз. Такой уровень леввериджа ставил фонд на одну ступень с крупнейшими мировыми инвестиционными компаниями

(табл. 2). Однако из-за высокой концентрации вложений, огромной величины открытых на срочном рынке позиций вложения фонда были значительно более рисковыми.

Таблица 2

**Сравнение уровня леввериджа LTCM и крупнейших инвестиционных компаний (на начало 1998 г.)**

<b>Инвестиционные компании</b>	<b>Уровень леввериджа</b>
LTCM	28/1
Goldman Sachs Group, L.P.	34/1
Lehman Brothers Holding, Inc.	28/1
Merrill Lynch & Co., Inc.	30/1
Morgan Stanley Dean Witter & Co.	22/1

Составлено по: [Regulators Need..., 1999].

В ходе анализа ситуации, сложившейся в LTCM, было выявлено, что созданию кризисной ситуации немало способствовала низкая рыночная (кредитная и торговая) дисциплина участников рынка — контрагентов LTCM. В частности, если бы управляющие LTCM применили более подходящие оценки величины требуемого дисконта, первоначальной маржи и чистых порогов, то уровень леввериджа фонда был бы значительно ниже.

Несмотря на то что уровень леввериджа LTCM и величина занимаемых им позиций нехарактерны для деятельности большинства хеджевых фондов, LTCM был не единственным фондом, широко использовавшим возможности леввериджа. Другие институты — хеджевые фонды и инвестиционные компании — делали то же самое, только в меньших масштабах. Многие из них имели открытые позиции на тех же рынках, что и LTCM, и подверглись тем же воздействиям<sup>7</sup>.

По мнению членов рабочей группы Форума финансовой стабильности, плохой риск-менеджмент и кредитная «распушенность» ключевых игроков немало способствовали созданию кризисной ситуации в августе–сентябре 1998 г. Для объяснения того, почему основным вкладчикам LTCM не удалось удержать фонд от злоупотреблений леввериджем и масштабной игры на срочном рынке выдвигались различные причины. Согласно одной из них, финансовая отчетность фонда не содержала достаточно информации о потенциальных рисках фонда. Подобное минимальное раскрытие инфор-

<sup>7</sup> К 21 августа 1998 г., когда LTCM потерял около 500 млн долл., капитал Citicorp снизился более чем на 2 млрд долл. В период с 26 августа по 4 сентября того же года стоимость собственных средств Banker Trust, Chase Manhattan, Citicorp и J. P. Morgan в совокупности сократилась на 43 млрд долл., или на 29% [Stulz, 2000].

мации со стороны LTCM своим партнерам было возможным благодаря его хорошей репутации, прекрасной кредитной истории и чрезмерной уверенности участников рынка в предоставляемых гарантиях. В результате подобного отношения ограничения на уровень леввериджа устанавливались не кредиторами, а управляющими фонда.

Другое возможное объяснение высокого уровня леввериджа LTCM состоит в том, что его вкладчики полагали, что их личные потери в случае, если с LTCM что-либо произойдет, точно определены и соответствующим образом заехеджированы. Ретроспективный анализ, однако, показывает, что даже наиболее искушенные вкладчики фонда не смогли точно оценить масштабы потенциального воздействия различных факторов риска, в том числе из-за недооценки их синергетического эффекта. Даже обладая наибольшей информацией о фонде, его управляющие могли быть не осведомлены о масштабах занимаемых им позиций по отношению как к другим его участникам, так и к отдельным сегментам рынка.

Создание таких крупных и концентрированных позиций было основано на предпосылке об устойчивости рынка и постоянно высокой рыночной ликвидности. Значительная корреляция между ранее слабо связанными рынками во время бурных событий на рынке в августе и сентябре 1998 г. также сильно сказалась на одновременных попытках закрыть занимаемые позиции. Осуществление предполагавшихся ранее ликвидационных стратегий на практике было недостижимо без значительного изменения сложившейся конъюнктуры, что сделало эти стратегии крайне дорогими. Более четкая информация о глубине рынка могла бы помочь его участникам намного реалистичнее оценить риск рыночной ликвидности, а отсутствие такой информации должно было отразиться в более осторожном открытии позиций и адекватном ценообразовании.

#### **СНИЖЕНИЕ УГРОЗ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**

В свете последних событий, произошедших с LTCM, регуляторы обеспокоились тем, что некоторые крупные финансовые институты, активно взаимодействуя с хеджевыми фондами, неадекватно рассчитывают принимаемые на себя риски. Непрозрачность деятельности хеджевых фондов, ее сложность, а также величина занимаемых ими позиций часто приводит к невозможности адекватной оценки соответствующих рисков со стороны не только контрагентов, но и собственных управляющих. Крупные финансовые институты обычно детально анализируют предоставляемую фондом информацию, однако многим финансовым посредникам часто недостаточно опыта и соответствующей квалификации для адекватной оценки рисков, связанных с деятельностью хеджевых фондов. Результатом постоянной недооценки соответствующих рисков является

рост систематического риска, а также повышение вероятности возможной финансовой нестабильности.

Большинство исследователей, затрагивавших подобную тематику, ставили перед собой два вопроса:

1. Каким образом лучше всего управлять рисками, возникающими из высокого уровня левириджа, и снижать их (с учетом их взаимосвязи с другими рисками) до уровней систематических?
2. Как уменьшить влияние потенциального краха крупных HLI?

Несмотря на то что результатом деятельности ряда исследователей и стало появление различных практик риск-менеджмента, их цель не сводилась к предотвращению плохо управляемых HLI от столкновения с результатами своих действий (которые могут включать банкротство). В большинстве случаев смыслом их деятельности был поиск путей снижения риска возникновения ситуаций, когда крах HLI мог сказаться на уровне систематических рисков всех участников рынка.

Результаты проведенных исследований свидетельствуют о наличии следующих основных проблем, связанных с деятельностью хеджевых фондов, прямо или косвенно создающих угрозу стабильности финансовой системы:

- недостаточность информации о деятельности хеджевых фондов;
- проблемы, связанные с аккумуляцией чрезмерной величины заемных средств;
- возможность концентрации рисков в хеджевом фонде как следствие недостаточной эффективности существующих систем риск-менеджмента;
- концентрация рисков на конкретных рынках или отдельных секторах;
- возможность неконтролируемого распространения кризисных явлений.

Одной из основных мер, направленных на сохранение рыночной целостности, повышение информационной эффективности рынка и устранение возможности рыночного манипулирования со стороны хеджевых фондов, является улучшение систем раскрытия информации со стороны крупнейших игроков — как по структуре своего портфеля, так и по величине занимаемых позиций.

В настоящее время большинство хеджевых фондов обязано предоставлять информацию по ряду сделок местным регуляторам, а также организациям их кредитующих. Однако данная информация носит достаточно точечный и периодический характер, и в связи с той скоростью, с которой занимаемые позиции могут меняться, часто является неактуальной и устаревшей. Одним из возможных путей решения указанных выше проблем выступает централизованное аккумуляция информации о заимст

ниях НЛІ и величине занимаемых ими позиций. Надзорные органы могли бы собирать требуемую информацию и раскрывать ее заинтересованным организациям. Необходимость постоянного мониторинга деятельности хеджевых фондов отмечается также в отчете FSF [Report of the Working Group..., 2000] и в исследовании PWGFM [Hedge Funds, Leverage..., 1999]. По мнению авторов, подобные действия позволят своевременно отслеживать изменение рисков, связанных с деятельностью фондов, их потенциальное воздействие на рыночную целостность и рыночную динамику, а также будут способствовать своевременному совершенствованию существующих практик риск-менеджмента.

Некоторые меры могут быть приняты также и в части снижения риска значительного изменения рыночной динамики вследствие деятельности отдельных хеджевых фондов. В какой-то мере он может быть уменьшен за счет введения повышенных требований к гарантийной марже, к торгуемым на организованном рынке ценным бумагам, а также за счет установления дополнительных ограничений на совершение маржинальных сделок. Деривативы, торговля по которым часто ведется на внебиржевом рынке, представляют особую проблему, так как часто не являются объектом прямого регулирования. Один из способов ее решения приведен в соглашении, подписанном 12 ведущими международными банками с представителями Федеральной резервной системы и председателем SEC. Данным соглашением устанавливаются ограничения на возможность пролонгации кредитов, выданных для финансирования сделок с деривативами.

В последние годы регулирующие органы, как правило, пытаются ограничить возможность крупных институциональных инвесторов по осуществлению операций на местных финансовых рынках, в том числе за счет введения дополнительных административных методов контроля. Путем налогообложения краткосрочных притоков капитала можно препятствовать открытию подобными институтами крупных длинных позиций, так как их внезапное закрытие значительно увеличит стоимость транзакции. В то же время установление значительных ограничений на занимаемые позиции лишит подобных инвесторов индивидуальности — возможности вести себя «не как все» или же приведет к перемещению осуществляемых операций в оффшорные зоны.

В рамках того же курса, замедляя развитие активных и ликвидных рынков облигаций, возможно возникновение препятствий в торговле активами для хеджевых фондов и других инвесторов, которые предпочитают заключать сделки на рынках, где позиции могут быть легко открыты и ликвидированы. В качестве примера можно привести Малайзию, где в послекризисный период был введен жесткий контроль за любыми перемещениями капитала.

Плюсами некоторого усиления административного контроля над финансовым рынком являются сокращение вероятности крупной финансовой нестабильности на национальном рынке и снижение интенсификации ее проявлений. В то же время необходимо, чтобы принимаемые меры не приводили к замедлению экономического роста, в том числе за счет уменьшения активности на определенных сегментах финансового рынка.

#### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В настоящей статье проанализировано влияние деятельности хеджевых фондов на рыночную динамику и рыночную целостность. Одной из основных проблем, возникающих в ходе анализа функционирования подобных крупных слаборегулируемых инвестиционных институтов, является высокая информационная закрытость их деятельности, а также разнообразие доступных финансовых инструментов. Это приводит к тому, что большинство исследователей под хеджевым фондом понимают не какой-либо отдельный инвестиционный институт, обладающий определенным набором инвестиционных стратегий и осуществляющий свою деятельность в определенном правовом окружении, а некое семейство инвестиционных институтов, характеризующихся высоким уровнем левериджа и широким спектром доступных финансовых инструментов. В связи с этим в данном исследовании была рассмотрена деятельность не только хеджевых фондов и их возможность оказывать влияние на рыночное равновесие, но и других инвестиционных институтов, характеризующихся высокой величиной заемных средств и способностью осуществлять гибкие инвестиционные стратегии.

В настоящее время в инвестиционном сообществе сформировано устойчивое мнение, согласно которому хеджевые фонды из-за своих размеров, агрессивных инвестиционных стратегий и способности аккумулировать огромные финансовые ресурсы могут оказывать существенное влияние на рыночную динамику и способствовать формированию неблагоприятных рыночных ситуаций. Действительно, многие факты свидетельствуют о некоторой ответственности хеджевых фондов за создание кризисных ситуаций. В ряде случаев хеджевые фонды в какой-то мере инициировали ситуации, впоследствии приведшие к масштабным кризисам, иногда их деятельность приводила к значительному усугублению таких ситуаций и способствовала перетеканию кризисных явлений на другие рынки. В то же время, по данным проведенных исследований, в большинстве случаев степень участия хеджевых фондов в подобных операциях не превышала уровня остальных участников рынка, а иногда именно благодаря их действиям ситуация нормализовывалась.

Некоторые исследователи отмечают, что многие из используемых хеджевыми фондами стратегий позволяют осуществлять рыночное манипули-



рование и оказывать сильное отрицательное воздействие на рыночную динамику и деятельность остальных игроков. Возможность наибольшего влияния на рыночное равновесие подобные институты получают в случае установления крупных концентрированных позиций на небольших рынках, характеризующихся невысокой глубиной и низкой ликвидностью. Но даже в таких ситуациях рыночная динамика в большей степени зависит от фундаментальных факторов, действий регуляторов и рыночной дисциплины основных участников рынка.

Ряд произошедших в последние годы кризисов выявил слабости, присущие регулированию финансового рынка, рыночной инфраструктуре и действующим системам риск-менеджмента. В какой-то мере это связано с недисциплинированностью многих ключевых игроков, а также с усложнением функционирования финансовой системы и необходимостью учета «нерационального» фактора в деятельности многих участников рынка. Несмотря на то что в целом твердого заключения о масштабах деятельности хеджевых фондов и ее последствий для рынка в настоящее время не сформировано, необходимость дальнейшего изучения этих институтов и выработки подходов к регулированию их деятельности достаточно очевидна. В связи с этим основные усилия исследователей в ближайшие годы должны быть направлены на всесторонний анализ деятельности подобных инвестиционных институтов и выработку рекомендаций по снижению соответствующих рисков как для регулирующих органов, так и для остальных участников рынка.

### Литература

- Brown S. J., Goetzmann W. N.* Hedge Funds with Style. Yale International Center for Finance. Working Paper N 00-29. 2001. February.
- Brown S. J., Goetzmann W. N., Park J.* Hedge Funds and the Asian Currency Crisis // *The Journal of Portfolio Management*. 2000. Vol. 26. N 4. P. 95-101.
- Cho H., Kho B-C., Stulz R. M.* Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997 // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 54. N 2. October. P. 227-264.
- Darst E.* Performance Evaluation for Alternative Investments: The Effects of Firm Characteristics and Fund Style on the Performance of Hedge Funds. Harvard University. Working Paper. 2000. March.
- Franklin A., Herring R.* Banking Regulation Versus Securities Market Regulation WP N 01-29. The Wharton School University of Pennsylvania, 2001. P. 34-36.
- Greenspan A.* Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve, Testifying before the Committee on Banking and Financial Services. U. S. House of Representatives. 1998. October 1.
- Hedgefundmanager* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.hfmanager.com](http://www.hfmanager.com)
- Hedge Funds and Financial Market Dynamics*. Occasional Paper 166. International Monetary Fund, 1999.

- Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*. President's Working Group on Financial Markets. April. 1999 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.aima.org](http://www.aima.org)
- Implications of the Growth of Hedge Funds*. Staff report // United States Securities and Exchange Commission. 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- Irwin S., Yoshimaru S.* Managed Futures Trading and Futures Price Volatility // Working paper. Ohio State University, 1996. May.
- Kim W., Wei Sh-J.* Foreign Portfolio Investors before and During the Crisis // NBER Working Paper. 1999. February.
- Liang B.* Hedge Funds: The Living and the Dead // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2000. September. Vol. 35. N 3. P. 309–326.
- Park Y. C., Song C-Y.* Financial Contagion in East Asian Crisis — With Special Reference to the Republic of Korea. Working Paper. 1999.
- Radelet S., Sachs S.* The Onset of the East Asian Crisis. Working Paper. 1999.
- Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk* // United States General Accounting Office. 1999 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.fas.org](http://www.fas.org)
- Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions* // Financial Stability Forum. 2000 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)
- Schneeweis T.* Dealing with Myths of Hedge Funds // The Journal of Alternative Investments. 1998. Winter. P. 11–15.
- Selected Definitions of «Hedge Fund»*, Vaughan, D. Dechert LLP // Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds. 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- Stulz R.* Why Risk Management is Not Rocket Science // Financial Times, Mastering Risk Series. 2000. June 27.

Статья поступила в редакцию 2 мая 2006 г.