

факторный анализ бизнеса хедж-фондов в посткризисных условиях¹

Аннотация

Для успешного контроллинга экспансии глобальной хедж-индустрии в Россию необходим факторный анализ динамики бизнеса хедж-фондов как в США и ЕС, так и на развивающихся рынках и в догоняющих экономиках. Это необходимо как для системных исследований в российском научном сообществе, так и для отечественных инвесторов и успешных топ-менеджеров и консультантов по управлению финансовыми ресурсами. Поэтому факторный анализ при поиске решения проблем инвестирования на долгосрочную перспективу является безотлагательным, особенно в условиях развития государственно-частного партнерства.

Ключевые слова: бизнес, хедж-фонды, глобализация, факторы влияния на хедж-индустрию, долгосрочные инвестиции, вызовы и угрозы российскому финансовому рынку

Акимов

Сергей Андреевич

аспирант,

Российская академия
народного хозяйства
и государственной

службы,

г. Москва,

трейдер,

управление торговли
корпоративными

акциями,

«Ситибанк»

serejaakimov@mail.ru

В начале 2010 г. глобальная индустрия хедж-фондов начала выходить из кризиса. По данным сингапурской исследовательской компании Eurekahedge, занимающейся анализом хедж-рынка, совокупные активы хедж-фондов на начало 2010 г. составляли \$1,47 трлн [3]. В среднем же доходность хедж-фондов из первой сотни за январь-октябрь 2010 г. составила 13,9% [4].

Вместе с этим в посткризисном обществе уже проявляются следующие существенные глобальные факторы:

– хедж-фонды агрессивно используют свое право (пропорционально их активам) влиять на поведение компаний, в которые они вкладывают капитал;

¹ Эта статья предлагает продолжить дискуссию по широкому кругу вопросов, нужны ли национальной экономике российские хедж-фонды? Надо ли на российский финансовый рынок допустить «клоны» европейских и американских хедж-фондов?

– хедж-фонды успешно доминируют в доходах брокеров (инвестиционных банков-кредиторов), добиваясь существенных уступок со стороны последних для снижения стандартов заимствований до минимального, что несомненно повышает риски инвестиционного процесса.

Повышенное внимание инвесторов, менеджеров и консультантов по управлению к хедж-фондам является результатом воздействия различных институционально-экономических факторов. Так, с 2006 г. было введено для хедж-индустрии регулирование со стороны Комиссий по ценным бумагам и биржам США (КЦББ – SEC). Однако в середине 2007 г. ипотечный кризис в США привел к краху двух основных хедж-фондов Bear Sterns, а также постоянным и неблагоприятным изменениям в 40 других хедж-фондах [1].

Чтобы понять, является ли дополнительное государственное регулирование необходимым для защиты инвесторов от потерь подобного масштаба в будущем, в первую очередь, необходимо понять, какой эффект краткосрочные правила 2006 г. произвели на бизнес хедж-фондов. Анализ серии показателей деятельности хедж-фондов указывает на то, что это требование о регистрации не имело негативного влияния на эффективность хедж-фондов и, возможно, даже увеличило их доходность.

Модель постоянных эффектов

Несмотря на это, инвестиционные стратегии хедж-фондов не ограничиваются предписаниями официальных инстанций и способны все таки приносить высокую прибыль с помощью агрессивной стратегии инвестирования, что недоступно для паевых инвестиционных фондов. Хедж-фонды включают в свой арсенал неограниченное использование заемных средств, деривативов, коротких продаж и недиверсифицированных портфелей.

В этом контексте многие исследования в последние годы рассматривали факторы влияния на деятельность хедж-фондов. Целесообразно, в отличие от большинства предыдущих исследований, использовать модель постоянных эффектов, где каждый *i*-ый хедж-фонд рассматривается

анализ серии показателей деятельности хедж-фондов указывает на то, что требование о регистрации не имело негативного влияния на эффективность хедж-фондов и, возможно, даже увеличило их доходность

как независимый от времени (за t кварталов) объект [2]:

$$Ret_{it} - SPX_t = \alpha_i + \beta_{it}x + u_{it}, \quad (1)$$

где Ret_{it} – средняя доходность i -ого хедж-фонда в процентном выражении;

SPX_t – средняя доходность на S&P 500 за тот же период.

Разница этих двух величин (функция) – дополнительная прибыль, которую хедж-фонды способны достичь с помощью различных факторов. Независимые переменные этой функции: представлены $\beta_{it}x$ (волатильностью по сравнению с S & P 500: Beta); α_i – другие характеристики хедж-фондов, которые могут повлиять на возникновение дополнительной прибыли, но не меняются со временем; u_{it} представляет собой случайную ошибку.

С учетом этих переменных, уравнение (1) принимает следующий вид:

$$\begin{aligned} \text{NetRet}_{it} = \\ = \alpha_i + \beta_1 \text{Beta}_{it} - \beta_2 \text{Age}_{it} - \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Reg}_{it} + u_{it}, \quad (2) \end{aligned}$$

где переменные:

NETRET (чистая прибыль), средняя доходность фонда в превышении над индексом S&P 500 в процентах;

AGE (возраст), возраст хедж-фонда с даты начала его деятельности, в месяцах;

SIZE (размер), средний размер фонда, определенный по его активам;

Beta-волатильность фонда, сравненная с индексом S&P 500.

Факторный анализ и регрессионное моделирование

Проводя регрессионный анализ прибыли хедж-фондов выше S & P 500 в зависимости от размера хедж-фонда, определяемого его активами (Size), возрастом фонда в месяцах, волатильностью по сравнению с S & P 500 (Beta), и фиктивной переменной для обязательной государственной регистрации хедж-фондов (Reg). Эта фиктивная переменная была представлена для тех кварталов, когда SEC заставлял хедж-фонды регистрироваться.

...инвестиционные стратегии хедж-фондов не ограничиваются предписаниями официальных инстанций и способны все-таки приносить высокую агрессивной стратегии инвестирования, что недоступно для пассивных инвестиционных фондов

Ожидая, что активы и возраст могут уменьшить дополнительные доходы хедж-фондов, то обратное верно для двух других факторов. Можно было бы ожидать, что Beta будет иметь незначительное влияние на доходность хедж-фонда, так как по определению, эти фонды должны хеджировать свои позиции, тем самым достигая Beta, близкой к нулю. На практике, так как S & P 500 имел высокую доходность за этот период, фонды с большей Beta заработали более высокую прибыль, превышающую среднюю на рынке.

Для этого факторного анализа методом статистических испытаний образом было отобрано 50 хедж-фондов. Для каждого из хедж-фондов были собраны данные, касающиеся доходов фонда, его волатильности, возраста и размера фонда как на каждые из трех кварталов, предшествовавших регулированим в феврале 2006 г., так и на три квартала после этого периода. Результаты регрессионного моделирования приведены в табл. (см. ниже).

Рискованные стратегии и надежные инвесторы

Возможность менеджеров хедж-фондов проводить агрессивную инвестиционную политику, которая не регулируется Комиссией по ценным бумагам и бир-

хедж-фонды включают в свой арсенал неограниченное использование заемных средств, деривативов, коротких продаж и недиверсифицированных портфелей

Таблица

Средние и стандартные отклонения

Переменная	Среднее	Стандартное	Минимальное значение	Максимальное значение
NETRET (I кв. – VI кв.)	17,86	19,12	-19,10	102,38
NETRET (I кв. – IX кв.)	13,50	18,71	-29,76	102,38
NETRET (IV кв. – IX кв.)	12,39	19,94	-29,76	102,38
AGE (I кв. – VI кв.)	127,25	105,77	5,00	684,00
AGE (I кв. – IX кв.)	131,76	105,87	5,00	693,00
AGE (IV кв. – IX кв.)	136,28	105,76	14,00	693,00
SIZE (I кв. – VI кв.)	789,4	1314,3	,663	10534,4
SIZE (I кв. – IX кв.)	921,5	1590,6	,663	14496,1
SIZE (IV кв. – IX кв.)	1042,3	1770,5	,775	14496,1
Beta (I кв. – VI кв.)	1,101	0,557	-0,210	4,165
Beta (I кв. – IX кв.)	1,104	0,516	-0,210	4,165
Beta (IV кв. – IX кв.)	1,172	0,538	-0,127	4,165

**...хедж-фонды
требуют большую
базу активов,
чтобы выполнять
свои стратегии
и иметь возможность
значительно влиять
на рынок**

жам, позволяет им создавать большой доход для их инвесторов. Это очевидно по значениям показателя NETRET, который показывает превышение прибыли среднего хедж-фонда на 10% над показателем индекса S&P 500. Более того, значение показателя Beta приблизительно равно 1,1, что показывает, что эти хедж-фонды практикуют очень волатильные стратегии для производства соответственно значительной прибыли.

В связи с тем что на сегодняшний день существуют значительное количество хедж-фондов и соответствующая конкуренция среди них, больше нереально полагаться только на возможности арбитража и стратегии хеджирования. Поэтому эти фонды пользуются своим преимуществом, которое обеспечивается их нерегулируемой природой. Данное преимущество заключается в том, что они способны осуществлять гораздо более рискованные стратегии, которые дают результат показателя Beta намного больший, чем 0 или 1.

Показатель AGE для этой выборки составлял от 10 до 11 лет со стандартным отклонением в 105 месяцев. Значение показателя SIZE находится в пределах от \$789 млн до \$1 млрд со стандартным отклонением в \$1,5 млрд и наибольшим значением в \$14 млрд за 9 кварталов. Поэтому очевидно, что хедж-фонды требуют большую базу активов, чтобы выполнять свои стратегии и иметь возможность значительно влиять на рынок.

Из-за риска и волатильности, связанных с хедж-фондами, крайне важно для менеджеров хедж-фондов быть уверенными, что они обслуживают надежных инвесторов, которые могут обеспечить стабильную базу активов, учитывая значительные потери, понесенные хедж-фондами в кризисный период. Увеличивая требование NETRET, хедж-фонды также повышают определенность, что привлекает надежных инвесторов, которые при малейшем снижении портфеля не будут тут же изымать свои средства. Это позволяет менеджерам успешно использовать доверенные им средства.

Вопрос остается открытым

В успехе выше рассмотренной деятельности должен помочь постоянно действующий контроль факторов влияния на динамику хедж-индустрии. И все-

таким образом остается открытым – нужны ли национальному финансовому рынку «клоны» зарубежных хедж-фондов?

Литература

1. Биггс Б. Вышел хеджер из тумана – М.: Вершина, 2007
2. Здоровенин В. В. Хедж-фонды. Инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности. – М.: ГУ ВШЭ, 2009.
3. Шелупин В.В. Хедж-фонды как угроза мировой финансовой системе//Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук, №11, 2010
4. Эксперт on-line [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.expert.ru/d-stroke/2011/8>.

pn

Sergey A. Akimov

*Postgraduate Student, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow;
Trader, Department of Corporate Shares Trading, Citibank*

Factor Analysis of Hedge Funds in Post-Crisis Environment

Abstract

For successfully controlling the expansion of the global hedge industry into Russia, factor analysis is essential in studying business dynamics of hedge funds in both the USA and EU, as well as on developing markets. It is necessary for systematic research in the Russian academic community, as well as for domestic investors and successful top managers and consultants in funds management. Therefore, factor analysis in search of solutions in long-term investments is urgent, especially in connection with public-private partnership development.

Keywords: business, hedge funds, globalization, factors influencing hedge industry, long-term investments, challenges and threats to the Russian financial market