

**ХЕДЖ-ФОНДЫ: ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДЕРИВАТИВОВ КАК ИНСТРУМЕНТ
КОРПОРАТИВНОГО ХЕДЖИРОВАНИЯ И СПЕКУЛЯЦИЙ**DOI: <https://doi.org/10.24891/skcpml>EDN: <https://elibrary.ru/skcpml>**Артем Сергеевич КРЫЖАНОВСКИЙ**аналитик, блок корпоративно-инвестиционного бизнеса, департамент глобальных рынков,
ПАО «Сбербанк России», Москва, Российская Федерацияe-mail: artem_kryzhanovskiy@inbox.ru

ORCID: 0009-0007-5227-5232

SPIN: 9325-6342

История статьи:

Рег. № 439/2024

Получена 08.07.2024

Одобрена 15.07.2025

Доступна онлайн

30.10.2025

Специальность: 5.2.4

УДК 336.76

JEL: G15, G24, G32

Ключевые слова:фондовый рынок, хедж-
фонды, производные
финансовые
инструменты,
деривативы,
хеджирование**Аннотация****Предмет.** Статья посвящена рассмотрению деятельности хедж-фондов, анализу их стратегий и использования производных финансовых инструментов для хеджирования рисков и максимизации прибыли.**Цели.** Проанализировать и структурировать данные по хедж-фондам из открытых источников и научных исследований, оценить влияние хедж-фондов на фондовый рынок и перспективы развития российского рынка хедж-фондов.**Методология.** Использовался метод анализа научной литературы, статистических исследований и данных из открытых источников.**Результаты.** Проведен анализ научных статей и исследований, направленных на изучение деятельности хедж-фондов и оценки их стратегий. Обнаружено, что эффективно использовать производные финансовые инструменты в стратегиях хедж-фондов. Рассмотрены перспективы российского рынка интервальных паевых инвестиционных фондов.**Область применения.** Результаты могут быть использованы частными и корпоративными инвесторами для ознакомления со сложной структурой хедж-фондов, а также в государственном управлении, поскольку необходимо регулирование данного рынка хедж-фондов.**Выводы.** Хедж-фонды используют широкий пул стратегий и финансовых инструментов и часто показывают лучшие результаты по сравнению с рыночными. Однако далеко не все фонды направлены на хеджирование риска, поэтому инвестор должен внимательно выбирать фонд.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2024

Для цитирования: Крыжановский А.С. Хедж-фонды: использование деривативов как инструмент корпоративного хеджирования и спекуляций // Финансы и кредит. – 2025. – № 10. – С. 226 – 240.

DOI: 10.24891/skcpml EDN: SKKPML

Финансовый рынок играет важную роль в экономике, общий уровень его развития в стране во многом определяет общее богатство страны. На данный момент существует много различных определений, которые заключают в себе схожую суть. Одним из наиболее подробных является определение, приведенное Ю.С. Евлаховой [1]: «Финансовый рынок – это система экономических отношений, в которой осуществляются аккумуляция и распределение денежных средств на основе двустороннего движения стоимости между участниками воспроизводственных отношений в соответствии с объективными рыночными законами и под воздействием методов и инструментов регулирования со стороны органов государственной власти и саморегулируемых организаций». Понятия «финансовый рынок» и «фондовый рынок» часто используют как взаимозаменяемые,

но из приведенного определения следует, что «финансовый рынок» является более широким понятием, включающим в себя фондовый рынок. Поэтому, чтобы избежать заблуждений, далее будет рассматриваться именно фондовый рынок как комплекс торговых площадок, на которых проходят сделки по продаже и покупке ценных бумаг и других финансовых инструментов. По данным Visualcapitalist¹, общая рыночная капитализация мирового фондового рынка выросла с 2003 по 2023 г. почти втрое до 109 трлн долл. США.

На данный момент на фондовом рынке существует и постоянно возникает огромное количество различных финансовых инструментов, начиная от ценных бумаг и заканчивая новейшими цифровыми активами. Из-за стремительного расширения списка доступных инструментов и повышения сложности составления инвестиционных стратегий появляется возможность роста эффективности деятельности фондов, а также увеличения прибыли при минимизации потенциальных потерь. Так, стали создаваться специализированные организации, целью которых является экспертная оценка сложнейших инструментов, составление инвестиционных портфелей и управление ими, при этом с использованием высоко рискованных активов и производных финансовых инструментов для увеличения прибыли или уменьшения различных рисков. К подобным организациям можно отнести хедж-фонды, которые в XXI в. занимают все более заметную нишу на мировых фондовых рынках, ввиду большого количества потрясений, к которым можно отнести кризис 2008 г., пандемию COVID-19, и, что особенно актуально для России, санкционное давление стран Запада, и высокую волатильность на рынке. Одна из основных целей таких фондов – показывать результат даже в самые трудные периоды для финансового рынка. Согласно отчету Global Hedge Fund Industry Report, общий капитал хедж-фондов превысил отметку в 4 трлн долл. США к началу 2024 г., и наблюдается тенденция к увеличению этого показателя.

В числе ключевых инструментов, используемых хедж-фондами, можно назвать производные финансовые инструменты. Деривативы занимают центральное место в стратегиях хедж-фондов, позволяя им гибко управлять рисками и стремиться к высокой доходности. Кроме того, они играют значимую роль и для рынка в целом, так, по данным отчета компании Industry Research², глобальный рынок деривативов в 2022 г. оценивался в 25,7 трлн долл. США, при этом ожидается продолжение роста рынка в среднем на 7,84% в год до 2028 г.

На данный момент производные финансовые инструменты позволяют составлять огромное количество различных финансовых стратегий в зависимости от требуемой доходности, рисков, горизонтов инвестирования, а также других целей и факторов. Хедж-фонды широко применяют данные инструменты в своей деятельности, но из-за общей сложности стратегий и лишь частичного раскрытия информации непрофессиональным участникам рынка тяжело определить, как на самом деле функционируют такие организации.

С учетом сказанного был сформулирован исследовательская цель – изучить структуры и деятельность хедж-фондов и проанализировать то, как данные организации используют производные финансовые инструменты для составления стратегий.

Для реализации поставленной цели были сформулированы следующие задачи:

- 1) изучить общую структуру и цели хедж-фондов, а также их роль и значение на финансовых рынках;
- 2) определить понятие и сущность основных производных финансовых инструментов;
- 3) проанализировать наиболее распространенные методы применения производственных финансовых инструментов для минимизации рисков и увеличения потенциальной прибыли при совершении сделок на фондовом рынке;

¹ Visualcapitalist. URL: <https://www.visualcapitalist.com/>

² Industry Research. URL: <https://www.industryresearch.biz/>

- 4) провести анализ применения производных финансовых инструментов различными мировыми хедж-фондами;
- 5) сформулировать выводы об общей эффективности хедж-фондов и направлении развития этого рынка в мире в целом и в России в частности.

В данной работе использован комплекс общенаучных методов: проблемно-аналитический – для установления предмета и объекта исследования, сравнительный – для сопоставления ключевых результатов в области содержательного и формального анализа, гипотетико-дедуктивный – для проверки содержательных выводов.

В данной работе основным способом изучения рынка хедж-фондов и производных финансовых инструментов стал поиск и анализ релевантной литературы в следующих библиографических базах данных: Google Scholar³ (база данных по научной литературе с упрощенным поисковым интерфейсом), российской научной электронной библиотеке eLibrary.ru⁴, информационных базах Scopus⁵ и Sciencedirect⁶. Для получения информации об объемах и исторических сделках с деривативами, а также просмотра общей актуальной статистики по мировым хедж-фондам были использованы веб-сервис и социальная сеть для трейдеров Treading View⁷, сайт компании HFR⁸, которая специализируется в области индексации и анализа хедж-фондов, сайт Bank for International Settlements⁹.

Как уже сказано ранее, оценить деятельность хедж-фондов и подробно проанализировать применяемые ими стратегии является сложной задачей из-за большого объема дифференцированной по темам информации об этом рынке, а также различных исследовательских подходов, в связи с чем обзор научной литературы и данных был разбит на четыре блока. Во-первых, потребовалось выявить общую структуру и цели хедж-фондов, а также динамику развития этого рынка в целом. Во-вторых, необходимо определить понятие и основные виды производных финансовых инструментов, изучить эффективность их применения для хеджирования рисков и увеличения потенциальной прибыли. В-третьих, более подробно будет изучена деятельность и показатели доходности различных стратегий с использованием деривативов, применяемых хедж-фондами. И в итоге будут приведены общие перспективы развития мирового рынка хедж-фондов и подробнее обсуждена актуальность и необходимость появления таких организаций в России.

С развитием рынка хедж-фондов появилось и много различных исследований, посвященных этой теме. При этом в России до сих пор крайне мало распространен такой вид финансовой организации и большинство или не слышало о хедж-фондах, или лишь отдаленно представляет себе, что это такое. Поэтому в самом начале необходимо привести определение и сформировать общее понимание специфики и задач, которые ставят перед собой указанные структуры. На данный момент нет общепризнанного определения хедж-фондов, хотя в целом имеются наиболее распространенные варианты, и их с некоторым допущением можно считать классическими и использовать в научных работах и книгах. Так, рабочее определение хедж-фонда, приведенное Дж.М. Лонго [2], заключается в том, что это частный инвестиционный механизм, который взимает комиссию и за активы, и за стимулы и продается институциональным инвесторам и инвесторам с высоким уровнем собственного капитала. Это определение охватывает не только хедж-фонды, но и большинство фондов прямых инвестиций и других похожих организаций. Р.М. Шульц [3] определяет хедж-фонды, как нерегулируемые денежные пулы, управляемые инвестиционными консультантами и управляющим, который обладает большой свободой действий. В этом же определении упоминается важный

³ Google Академия. URL: <https://scholar.google.ru/>

⁴ eLIBRARY.RU. URL: <https://www.elibrary.ru/defaultx.asp>

⁵ Scopus. URL: <https://www.scopus.com/>

⁶ ScienceDirect. URL: <https://www.sciencedirect.com/>

⁷ TradingView. URL: <https://ru.tradingview.com/>

⁸ Hedge fund research. URL: <https://www.hfr.com/>

⁹ Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/>

вопрос об относительном отсутствии четкого государственного регулировании таких организаций по сравнению с другими видами фондов на финансовых рынках. В целом это крайне объемная тема, которая не является целью данной работы и не влияет на общее поверхностное понимание деятельности хедж-фондов. Основное, что необходимо вынести из общего описания хедж-фондов, это слабое регулирование отрасли, общая сложность структуры рынка и относительная новизна (чаще всего датой появления первого хедж-фонда принято считать 1949 г., когда его создал Альфред Уинслоу Джонс¹⁰). Именно поэтому существуют ограничения для инвесторов и самих фондов. Например, только профессиональные (квалифицированные) инвесторы, аккредитованные компании и состоятельные частные лица могут быть инвесторами большинства хедж-фондов.

Теперь необходимо определить характеристики, по которым можно отличить хедж-фонд. Часто деятельность хедж-фондов ассоциируется с минимизацией рисков, и поэтому ошибочно можно предположить, что именно это и определяет всю деятельность подобных организаций. Но фактически К.С. Аснесс и соавторы [4] доказали, что далеко не все хедж-фонды вообще имеют аспект хеджирования, а, наоборот, увеличивают риск, стремясь к максимальной доходности. Поэтому определение общей стандартизированной структуры и целей становится нетривиальной задачей из-за множества способов применения стратегий и управления фондами. В любом случае можно выделить некоторые закономерности, которые разделяют многие управляющие хедж-фондами. Так, С. Маллаби [5] приводит следующие четыре признака.

1. Плата за результат или поощрительный гонорар, который, как правило, сильно превышает аналогичные премии управляющим пенсионными фондами и паевыми инвестиционными фондами.
2. Сознательное избегание регулирования и поиск способов обхода постоянно обновляющегося законодательства.
3. Активные короткие продажи в контексте динамичной долгосрочной/краткосрочной инвестиционной стратегии.
4. Использование кредитного плеча также на динамической основе.

Большинство хедж-фондов тратит существенную часть своих ресурсов на поиск сделок, которые можно назвать арбитражными, то есть на имеющие неэффективности и ошибки в ценообразовании на рынках. Подобные сделки могут в короткие сроки принести прибыль, сильно превышающую среднерыночную, при этом с крайне низким общим риском. Само собой, это весьма тяжелая задача, требующая серьезных вычислительных мощностей, а также глубокого понимания финансовых рынков и инструментов. После того как команда аналитиков находит неточность на рынке и какое-либо отклонение, не объясняемое базовой теорией ценообразования, они разрабатывают стратегию, по которой хедж-фонд выигрывает от коррекции ошибочной цены, но при этом не несет убытки от других факторов. Это упрощенное представление деятельности данных фондов. При этом напрашивается вывод о важности хедж-фондов для финансовых рынков, ведь реализуя рассмотренную схему, они по сути корректируют цены активов относительно фундаментальных значений. Однако пока существует мало прямых доказательств, которые позволили бы утвердиться в этом выводе.

Как и было сказано ранее, многие хедж-фонды используют арбитраж, но, конечно, их деятельность выходит далеко за рамки подобных сделок. Поэтому существует множество условных видов хедж-фондов, которые, очевидно, имеют совпадающие стратегии, но при этом инвестируют в совершенно различные инструменты. Все это не позволяет назвать рынок хедж-фондов однородным.

То есть хедж-фонды представляют собой частные инвестиционные механизмы с определенной структурой комиссионных (вознаграждений), не доступные для широкой общественности и нацеленные на получение прибыли независимо от движений рынка посредством активной торговли

¹⁰ Биография Альфреда Уинслоу Джонса // Value Walk. URL: <https://www.valuwalk.com/alfred-winslow-jones/>

и использования различных торговых стратегий, в числе прочего с применением кредитного плеча и коротких продаж [6].

Напомним, что отличительной особенностью любого хедж-фонда является широкое использование сделок с кредитным плечом, а также открытие как длинных, так и коротких позиций. В целом для максимизации прибыли при такой стратегии недостаточно классических базовых активов, поэтому фонды почти всегда используют производные финансовые инструменты. Для непосредственного анализа стратегий в начале необходимо разобраться с производными финансовыми инструментами, которым посвящено множество исследований.

Для начала стоит определить, что под деривативами (производными финансовыми инструментами (ПФИ)) базово понимается финансовый инструмент, цены или условия которого базируются на соответствующих параметрах другого финансового инструмента, который будет являться базовым. Есть большое количество различных классификаций, которые приводят В.С. Левин и Т.А. Матвеева¹¹, Ю.С. Чикиров [7] и А. Фельдман [8]. Для этой работы наиболее подходящим является классификация в зависимости от базового актива, поскольку она довольно распространена и понятна. Согласно ей деривативы можно разделить на следующие категории:

- товарные деривативы – базовым активом выступает различная продукция: электричество, нефть и нефтепродукты, газ, металлы и другие товарные активы;
- валютные деривативы – ПФИ на валютные курсы и иные валютные активы;
- фондовые деривативы – ПФИ на акции, облигации, другие ценные бумаги, а также на фондовые индексы;
- процентные деривативы – ПФИ, имеющие в своей основе процентные ставки по корпоративным или государственным долговым обязательствам, депозитам и межбанковским кредитам;
- прочие деривативы – специфические инструменты, которые, как правило, узкоспециализированы, и их нельзя напрямую отнести к перечисленным категориям. Сюда можно отнести: кредитные, страховые, погодные деривативы¹².

Благодаря разнообразию и гибкости, производные финансовые инструменты часто применяются для составления сложнейших инвестиционных стратегий, а также митигирования различных рисков компаний. Рынок деривативов активно развивается и расширяется. Валовая рыночная стоимость в 2022 г. составила 25,7 трлн долл. США, при этом совокупная номинальная стоимость всех обращающихся внебиржевых деривативов выросла до 632 трлн долл. США на конец июня 2022 г. по сравнению с 598 трлн долл. США на конец 2021 г. В целом именно внебиржевые деривативы составляют подавляющую долю этого рынка, например, на конец 2023 г. совокупная номинальная стоимость биржевых фьючерсов и опционов выросла по сравнению с концом 2022 г. на 8,1% с 80,6 до 87,1 трлн долл. США, при этом большая часть обращалась на фондовых рынках Северной Америки (рис. 1).

Все эти факты подтверждают значимость деривативов на мировых финансовых рынках, отчасти поэтому рынку деривативов и их роли в формировании инвестиционных стратегий посвящено много исследований, например работы А. Карбонеу [9], С.М. Бартрама [10, 11], А.К. Превоста и др. [12] и Х. Бюхлера и др. [13].

Наиболее распространенное применение деривативов – корпоративное хеджирование, поскольку крупные компании готовы тратить огромные деньги для минимизации возможных рисков и продаж цен. Так, С.М. Бартрам [10] анализирует влияние использования деривативов на риск нефинансовых компаний на основе выборки из 6 896 фирм из 47 стран. Суть в проверке стандартного отклонения доходности акций этих компаний с предпосылкой, что спекулятивное использование

¹¹ Левин В.С., Матвеева Т.А. Классификация производных финансовых инструментов // Финансы и кредит. 2011. №. 39. С. 9–14. EDN: OHWVRX

¹² Там же.

деривативов связано с более высоким риском, что способствует более высокой волатильности доходности акций компаний – пользователей деривативов. Результаты убедительно свидетельствуют о том, что нефинансовые компании используют деривативы для снижения риска, также они демонстрируют волатильность доходности акций на 21% ниже, чем волатильность компаний, не использующих деривативы. Например, для фирм, ведущих международный бизнес, использование производных финансовых инструментов позволяет существенно снизить валютный риск.

Деривативы могут использоваться фирмами и для спекуляций. Компании, которые успешно спекулируют с использованием торговых деривативов, как правило, имеют меньшую волатильность прибыли и более низкую стоимость собственного капитала, чем неудачливые фирмы, однако кредиторы взимают более высокие премии за риск, если фирма использует деривативы для спекуляции, а не хеджирования.

Ученый Дж. Луис Росси младший [14] в исследовании использования валютных деривативов нефинансовыми публичными компаниями в Бразилии с 2007 по 2009 г. показал, что из 98 компаний 60 (61,2%) применяли их для хеджирования, 22 (22,5%) – для хеджирования и для спекуляций в разные периоды, и 16 (16,3%) – только для спекуляций.

Таким образом, деривативы представляют собой огромный пул самых разных и гибких финансовых инструментов, которые могут использоваться для минимизации рисков фирм и снижения серьезности экономических спадов, а также для увеличения доходности. При этом в целях наиболее эффективного применения подобных инструментов требуются отличное понимание рынка и ресурсы для вычисления всех возможных последствий.

При этом крайне малая часть компаний обладает такими ресурсами и имеет в своем штате достаточно квалифицированных в этой области финансистов, почти любой частный инвестор сталкивается с той же проблемой. Поэтому хедж-фонды и берут на себя ответственность по составлению стратегий с использованием деривативов, предоставляя инвесторам и компаниям возможность вложить свои деньги и добиться поставленных целей.

Сначала необходимо разобраться в стратегиях, которые используют хедж-фонды. Компания Hedge Fund Research классифицирует фонды по одному из семи основных типов стратегий: хеджирование акций, событийно-ориентированное инвестирование, фонд фондов, макростратегии, относительная стоимость, паритет риска или блокчейн. Внутри каждого типа фонды распределяются на более узкоспециализированные области, но для общего ознакомления и понимания в работе достаточно коротко объяснить суть каждого из семи глобальных типов стратегий хедж-фондов.

1. Хеджирование акций – классический и довольно распространенный тип. Стратегия заключается в открытии коротких и длинных позиций по ценным бумагам почти всегда через производные инструменты. Обычно менеджеры этих фондов держат не менее 50% капитала в деривативах, где базовым активом выступают акции и другие ценные бумаги. В этом типе стратегии наиболее значимыми показателями являются фундаментальные характеристики компании.
2. Событийно-ориентированное инвестирование. Такие фонды стремятся не просто вкладываться в компании, но активно влиять на корпоративные операции, включая слияния, реструктуризации, обратный выкуп акций, обмен долговых обязательств, выпуск ценных бумаг или другие корректировки структуры капитала. При этом активность фонда зависит от ситуации на фондовом и кредитном рынках и событий, специфичных для конкретной компании.
3. Фонд фондов – само название говорит о том, что основная стратегия заключается в инвестировании не в конкретные инструменты, а в целые фонды и стратегии. Это позволяет хедж-фонду создать диверсифицированный портфель в целях значительного снижения риска (волатильности) инвестирования в отдельные компании.

4. Макростратегии – управляющие используют широкий спектр стратегий, в которых инвестиционный процесс основан на изменениях главных экономических переменных и их влиянии на рынки акций, валюты и сырьевых товаров. Такие фонды, как и фонды, направленные на хеджирование акций, могут владеть деривативами на ценные бумаги, но менеджеры оценивают не фундаментальные характеристики компаний, а то, как на них влияют изменения базовых макроэкономических показателей.
5. Относительная стоимость – стратегия заключается в поиске несоответствий оценок и реальной стоимости нескольких ценных бумаг. Большинство фондов ориентированы на измерение существующей взаимосвязи между инструментами и в некоторых случаях на определение привлекательных позиций, где спред между этими инструментами с поправкой на риск представляет собой привлекательную возможность для инвестиционного менеджера.
6. Паритет риска – это стратегия распределения портфеля, основанная на выявлении уровней риска для различных компонентов инвестиционного портфеля. Подход к распределению активов на основе паритета рисков позволяет инвесторам равномерно распределять этот риск по всему инвестиционному портфелю. Это всегда долгосрочные стратегии с большим пулом инструментов. Целью инвестирования с паритетом риска является получение того же уровня прибыли с меньшей волатильностью и риском или получение большей прибыли с равным уровнем риска и волатильности (по сравнению с традиционными стратегиями распределения активов).
7. Блокчейн – самый новый тип стратегий. Такие хедж-фонды ориентированы на инвестирование в цифровые валюты и активы. При этом глобально разделяют подобные стратегии на два под-типа: инвестирование напрямую в криптовалюты и инвестирование в саму технологию блокчейна и другие цифровые активы.

Насколько вообще оправданы высокие премии менеджеров и использование самых сложных финансовых инструментов с кредитным плечом? В. Фунг и соавторы [15] провели анализ результатов хедж-фондов, которые активно используют короткие позиции в своих стратегиях. Такие хедж-фонды взимают значительно более высокую комиссию, чем взаимные фонды акций. Для проверки гипотез использовалась четырехфакторная модель Кархарта и выборка из 3 038 хедж-фондов за период с 1994 по 2008 г. Было показано, что подобные фонды действительно получают выгоду от коротких продаж: примерно 20% выборки демонстрируют значительную постоянную положительную альфу¹³. Р.Дж. Иббостон и соавторы [16] и А.Дж. Паттон и соавторы [17] вообще показали наличие положительных альфа примерно для половины стратегий хедж-фондов, которые они изучали. Однако Х. Ли и соавторы [18] предположили, что только использование альфы не всегда достаточно и может привести к ошибочным выводам. По результатам проверки 2 315 хедж-фондов, использовавших короткие позиции, было обнаружено, что лишь часть (сильно меньше 20%) реально показывает результат, превосходящий рыночную доходность.

В свою очередь Д. Ньютон и соавторы [19] использовали результаты предыдущих исследований [15, 18] для проверки 11 различных стратегий хедж-фондов. В исследовании анализировалась эффективность 5 504 крупнейших североамериканских хедж-фондов по индивидуальным инвестициям и составу портфелей. Для проверки применялся стохастический коэффициент дисконтирования (SDF)¹⁴. Было обнаружено, что 9 из 11 стратегий превосходят рынок в качестве отдельных инвестиций, и все, кроме одного, обеспечивают значительные преимущества диверсификации. При этом был сделан вывод о том, что в составе портфелей инвесторов хедж-фонды выступают именно

¹³ Альфа – это избыточная доходность, полученная инвестициями по сравнению с тем, что можно ожидать от ее беты, где показатель измеряет волатильность инвестиций по сравнению с рынком в целом.

¹⁴ SDF – это математическая функция, которая связывает ожидаемую доходность актива с риском этого актива. SDF обычно включает уровень экономического роста, инфляция, процентные ставки и другие экономические показатели.

в качестве диверсификаторов, имея тенденцию снижать риск портфеля, а не увеличивать доходность.

Кроме того, Дж.О. Арагон и соавторы [20] сосредоточились на изучении влияния использования опционов на результаты, показываемые хедж-фондами, оценивался и профессионализм 250 менеджеров в выборе опционов. Было доказано, что за вычетом комиссий хедж-фонды, использующие опционы, обеспечивают более высокую доходность портфеля с поправкой на базовые показатели и меньший риск, чем фонды, не использующие опционы. Результаты показали, что позиции хедж-фондов отражают прекрасные навыки управляющих в выборе наиболее благоприятного времени для совершения сделок, финансовых инструментов и базовых активов. Эти выводы соотносятся с результатами, полученными Б. Лианг [21], который показал, что хедж-фонды обеспечивают более высокие коэффициенты Шарпа, чем взаимные фонды, а общие показатели говорят о лучших навыках менеджеров хедж-фондов по сравнению с другими управляющими. При этом средняя доходность положительно связана с поощрительными взносами и активами фонда, что отчасти оправдывает высокие премии менеджеров.

В работе М. Нори и соавторов [22] анализировалась динамика индустрии хедж-фондов на четырех финансовых рынках: акций, сырьевых товаров, валют и на долгом рынке. Были взяты данные за период с 2003 по 2021 г. Показано, что индустрия хедж-фондов работает лучше, чем другие финансовые рынки, благодаря показателям соотношения риска и вознаграждения, при этом наиболее эффективными оказались фонды, основанные на макростратегии.

Таким образом, хедж-фонды используют множество различных стратегий и инструментов и являются гибкими к изменениям. При прочих равных высокие премии и комиссии, требуемые хедж-фондами, оправданы более высокой доходностью, лучшим подбором аналитиков и управляющих на рынке и лучшей диверсификацией. Активное использование именно сложных производных финансовых инструментов, в частности опционов, приводит к лучшим результатам.

К началу 2024 г. объем рынка хедж-фондов достиг 4,11 трлн долл. США (а по некоторым данным – 4,6 трлн долл. США¹⁵). Несмотря на такой размер, в отрасли до сих пор нет жесткого регулирования и законодательной базы, что одновременно повышает риски для инвесторов и дает хорошие возможности и свободу действий для дальнейшего развития. Ранее было показано, что хедж-фонды тщательно относятся к подбору кадров и составлению стратегий, что позволяет эффективно снижать риски и держать доходность на уровне, часто превышающем рыночный. Кроме того, хедж-фонды нередко показывают неплохие результаты в периоды различных экономических и других потрясений, что в настоящее время делает их привлекательной инвестицией для институциональных и частных инвесторов. Во многом благодаря всем этим преимуществам рынок продолжает активно развиваться и расширяться. Так, совокупный размер активов под управлением 100 крупнейших хедж-фондов в период с 2021 по 2022 г. вырос на 13% с 1,27 до 1,44 трлн долл. США, а тот же показатель по 10 крупнейшим фондам вырос на 10% (рис. 2).

При этом общий объем активов хедж-фондов увеличивается уже пять кварталов подряд, а в IV квартале 2023 г. прирост был более чем на 112 млрд долл. США. В отчете Global Hedge Fund Industry Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2023–2028) прогнозируется рост до 5,37 трлн долл. США к 2028 г. Причиной такого роста называют увеличение инвестиций в цифровые активы и рост рынка криптовалют, по данным этого же отчета, 21% опрошенных хедж-фондов инвестировали в цифровые активы. Наряду с повышением четкости регулирования и рациональной операционной практики, а также ожидаемым увеличением хедж-фондами своих инвестиций в этот класс активов, 31% управляющих планируют добавить криптовалюту в свои портфели в течение следующих двух лет. Все эти данные свидетельствуют о хороших перспективах развития рынка хедж-фондов.

¹⁵ Global Hedge Fund Industry Size & Share Analysis – Growth Trends & Forecasts (2023–2028).

Теперь более подробно поговорим о рынке хедж-фондов в России, который на данный момент практически отсутствует, поскольку нет четкого законодательства в этой области. Сейчас в роли хедж-фондов выступают интервальные паевые инвестиционные фонды для квалифицированных инвесторов, которые могут покупать акции с кредитным плечом и открывать короткие позиции. Список крупнейших интервальных ПИФов в России¹⁶:

- VTB Capital Russia & CIS Equity Fund;
- Russian Federation First Mercantile Fund;
- Specialized Russian Growth Fund;
- Prosperity Cub Fund;
- Prosperity Russia Domestic Fund.

Развитию мешает общее недоверие населения и совсем небольшие средства, которыми обладают частные инвесторы. Доля физических лиц – резидентов с пустыми счетами или с активами до 10 тыс. руб. в III квартале 2023 г. сохранилась на уровне 87%¹⁷. При этом основная аудитория хедж-фондов – институциональные и частные инвесторы с большим капиталом. Таким образом, основными ограничивающими факторами на российском рынке можно назвать:

- 1) недостаточность законодательной базы и мер регулирования деятельности хедж-фондов;
- 2) низкий уровень доверия населения к стратегиям, использующим рискованные методы: короткие позиции, кредитные плечи;
- 3) недостаточное развитие рынка производных финансовых инструментов по сравнению с зарубежными;
- 4) санкционные ограничения, малый пул возможных активов для составления стратегий фондами;
- 5) низкий спрос из-за малого количества обеспеченных инвесторов.

Однако все не так плохо, как может показаться на первый взгляд. В целом есть позитивные моменты и перспективы развития фондового рынка в России, а за ним и развития полноценных хедж-фондов. Наблюдается рост общего числа средств россиян на брокерских счетах: в III квартале 2023 г. средний размер портфеля увеличился с 1,8 до 1,9 млн руб. (без учета пустых и небольших счетов). Еще одним положительным моментом можно назвать развитие цифровых активов в России, что может послужить драйвером роста для индустрии хедж-фондов. Кроме того, в сложившейся ситуации экономической нестабильности и постоянных санкционных потрясений стратегия, реализуемая хедж-фондами, особенно актуальна для российских инвесторов, что дает возможность предполагать развитие рынка при появлении большего числа доступных инструментов и полноценных хедж-фондов.

Таким образом, был проведен анализ деятельности хедж-фондов. Разобрано понятие хедж-фонда, его структура, основные цели и задачи, которые ставятся перед управляющими. Проведен обзор мирового рынка деривативов, дана классификация основных производных финансовых инструментов, проанализирована эффективность использования деривативов для корпоративного хеджирования и в некоторых случаях для спекуляций.

Подробно рассмотрены основные стратегии, которые используют хедж-фонды. Сделан вывод о том, что в большинстве случаев управляющим, благодаря высокому уровню профессионализма, удается демонстрировать лучшие результаты по сравнению с рыночными. Кроме того, показано

¹⁶ Крупнейшие хедж-фонды России // Финанс. URL: <https://www.finam.ru/publications/item/krupneyshie-hedzh-fondy-rossii-20210410-17130/#title2>

¹⁷ Средства розничных инвесторов на брокерских счетах превысили 9 трлн рублей // Банк России. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=17259>

положительное влияние использования опционов на результаты хедж-фондов, и то, что хедж-фонды обладают отличными показателями диверсификации и контроля систематических рисков.

Приведен обзор рынка хедж-фондов и крупнейших его игроков. Основным выводом здесь является то, что индустрия имеет хорошие перспективы роста и увеличения своего влияния на мировые финансовые рынки, одной из сфер для роста на данный момент считается рынок блокчейн-технологий. Хедж-фонды уже достаточно активно используют цифровые финансовые активы в своих стратегиях и намерены в дальнейшем только увеличивать свое присутствие на рынке технологий распределенных реестров.

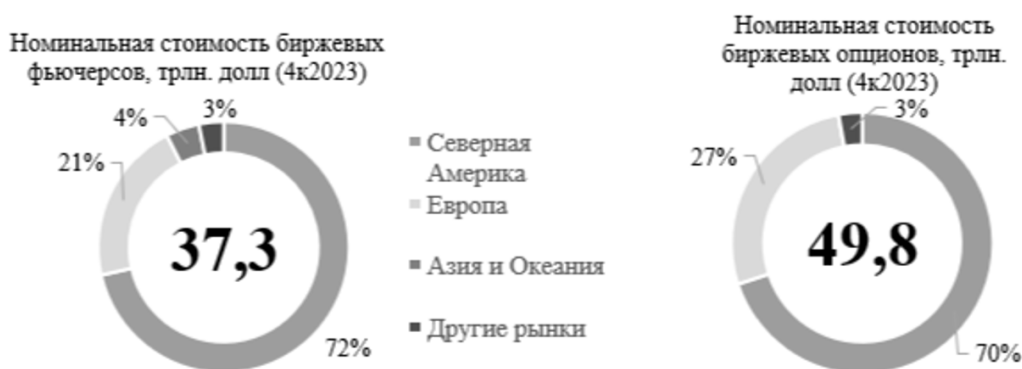
Особое внимание было уделено перспективам развития хедж-фондов в России. На данный момент существует множество ограничений, к которым можно отнести: недостаток мер регулирования, низкий уровень доверия частных инвесторов и малое количество доступных финансовых инструментов для построения сложных финансовых стратегий, которые используют иностранные хедж-фонды. При этом есть и положительные моменты, например стабильный рост среднего размера брокерского счета, развитие рынка цифровых активов и валюты, а также необходимость наличия фондов, которые способны минимизировать структурные риски при постоянно меняющихся экономических и политических реалиях. Все это позволяет сделать вывод о том, что индустрия хедж-фондов в России, хотя еще и находится на самом начальном этапе, при правильном регулировании и росте спроса и интереса инвесторов к фондовому рынку имеет предпосылки для активного развития.

Рисунок 1

Совокупная номинальная стоимость биржевых фьючерсов и опционов

Figure 1

The total nominal value of stock futures and options

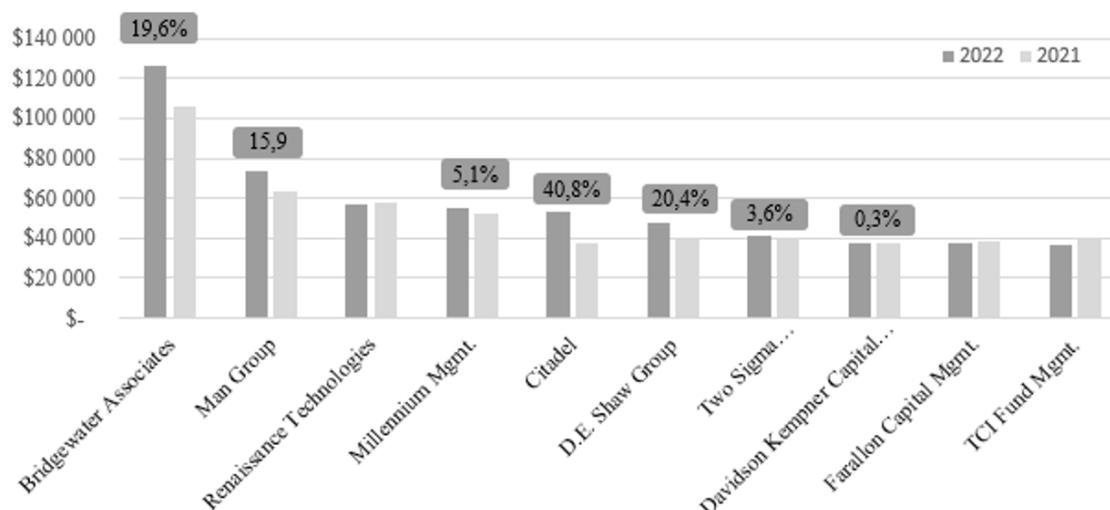


Источник: Exchange-traded derivatives statistics. BIS Data Portal.

URL: https://data.bis.org/topics/XTD_DER/tables-and-dashboards/BIS,XTD_D1,1.0

Source: Exchange-traded derivatives statistics website. BIS Data Portal.

URL: https://data.bis.org/topics/XTD_DER/tables-and-dashboards/BIS ,XTD_D1,1.0

Рисунок 2**Изменение суммы активов под управлением 10 крупнейших хедж-фондов, млн долл. США****Figure 2****Changes in the amount of assets under management of the 10 largest hedge funds, million USD**

Источник: The largest hedge fund managers. Pensions & Investments, 2022.

URL: https://www.pionline.com/largest-hedge-fund-managers/2022?adobe_mc=MCMID

%3D73812927920570670551381513079090734385%7CMCORGID

%3D138FFF2554E6E7220A4C98C6%2540AdobeOrg%7CTS

%3D1713101597&CSAuthResp=1713100939610%3A0%3A493305%3A391%3A24%3Asuccess

%3A9F5F4CF9A0715693708E32D977C06B98

Source: The largest hedge fund managers. Pensions & Investments, 2022.

URL: https://www.pionline.com/largest-hedge-fund-managers/2022?adobe_mc=MCMID

%3D73812927920570670551381513079090734385%7CMCORGID

%3D138FFF2554E6E7220A4C98C6%2540AdobeOrg%7CTS

%3D1713101597&CSAuthResp=1713100939610%3A0%3A493305%3A391%3A24%3Asuccess

%3A9F5F4CF9A0715693708E32D977C06B98

Список литературы

1. Евлахова Ю.С. Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов // Финансовый журнал. 2011. № 3. С. 81–92. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ponyatie-finansovogo-rynka-s-pozitsiy-sovremennoy-teorii-finansov>
2. Longo J.M. Hedge Funds: Overview, Strategies, and Trends. In: Lee C.-F., Lee A.C. (eds) *Encyclopedia of Finance*, Springer, 2022, pp. 1249–1271.
3. Stulz R.M. Hedge funds: Past, present, and future. *Journal of Economic Perspectives*, 2007, vol. 21, no. 2, pp. 175–194.
4. Asness C.S., Krail R.J., Liew J.M. Do hedge funds hedge? *The Journal of Portfolio Management*, 2001, vol. 28. DOI: 10.2139/ssrn.252810
5. Mallaby S. *More money than God: Hedge funds and the making of the new elite*. Penguin Books, 2011, 512 p.
6. Nabilou H. The conundrum of hedge fund definition. *European Company and Financial Law Review*, 2017, vol. 14, no. 1, pp. 149–186. URL: <https://ssrn.com/abstract=2846097>
7. Чикиров Ю.С. Классификация производных финансовых инструментов в управленческом учете // Бухгалтерский учет. 2009. № 4. С. 77–79. EDN: ТКOEБВ
8. Фельдман А. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 59–68. DOI: 10.32609/0042-8736-2009-5-59-68 EDN: KARDNB
9. Carboneau A. Deep hedging of long-term financial derivatives. *Insurance: Mathematics and Economics*, 2021, vol. 99, pp. 327–340. DOI: 10.1016/j.insmatheco.2021.03.017 EDN: AGQKSK
10. Bartram S.M. Corporate hedging and speculation with derivatives. *Journal of Corporate Finance*, 2019, vol. 57, pp. 9–34.
11. Bartram S.M., Brown G.W., Fehle F.R. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*, 2009, vol. 38, iss. 1, pp. 185–206. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2009.01033.x
12. Prevost A.K., Rose L.C., Miller G. Derivatives usage and financial risk management in large and small economies: A comparative analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2000, vol. 27, iss. 5-6, pp. 733–759. DOI: 10.1111/1468-5957.00332
13. Buehler H., Gonon L., Teichmann J., Wood B. Deep hedging. *Quantitative Finance*, 2019, vol. 19, no. 8, pp. 1271–1291.
14. Luiz Rossi J. Jr. Hedging, selective hedging, or speculation? Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, vol. 23, iss. 5, pp. 415–433.
15. Fung W., Hsieh D.A. The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from long/short equity hedge funds. *Journal of Empirical Finance*, 2011, vol. 18, iss. 4, pp. 547–569.
16. Ibbotson R.G., Chen P., Zhu K.X. The ABCs of hedge funds: Alphas, betas, and costs. *Financial Analysts Journal*, 2011, vol. 67, iss. 1, pp. 15–25.
17. Patton A.J., Ramadorai T. On the high-frequency dynamics of hedge fund risk exposures. *The Journal of Finance*, 2013, vol. 68, no. 2, pp. 597–635.
18. Li H., Xu Y., Zhang X. Hedge fund performance evaluation under the stochastic discount factor framework. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2016, vol. 51, no. 1, pp. 231–257.

19. Newton D., Platanakis E., Stafylas D. et al. Hedge fund strategies, performance & diversification: A portfolio theory & stochastic discount factor approach. *The British Accounting Review*, 2021, vol. 53, iss. 5, 101000. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101000 EDN: WCPLRX
20. Aragon G.O., Martin J.S. A unique view of hedge fund derivatives usage: Safeguard or speculation? *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 105, iss. 2, pp. 436–456.
21. Liang B. On the performance of hedge funds. *Financial Analysts Journal*, 1999, vol. 55, iss. 4, pp. 72–85. DOI: 10.2469/faj.v55.n4.2287
22. Noori M., Hitaj A. Dissecting hedge funds' strategies. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 85, 102453. DOI: 10.1016/j.irfa.2022.102453 EDN: IMZKLQ

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

HEDGE FUNDS: THE USE OF DERIVATIVES FOR CORPORATE HEDGING AND SPECULATIONDOI: <https://doi.org/10.24891/skcpml>EDN: <https://elibrary.ru/skcpml>**Artem S. KRYZHANOVSKII**

PAO SberBank, Moscow, Russian Federation

e-mail: artem_kryzhanovskiy@inbox.ru

ORCID: 0009-0007-5227-5232

Article history:

Article No. 439/2024

Received 8 Jul 2024

Accepted 15 Jul 2025

Available online

30 Oct 2025

JEL Classification:

G15, G24, G32

Keywords:

stock market, hedge funds, derivative financial instruments, derivatives, hedging

Abstract**Subject.** This article examines the activities of hedge funds, analyzes their strategies, and the use of derivative financial instruments for hedging risks and maximizing profits.**Objectives.** The article aims to analyze and structure data on hedge funds from open sources and scientific research, assess the impact of hedge funds on the stock market, and evaluate the development prospects of the Russian hedge fund market.**Methods.** For the study, I used the method of analysis.**Results.** Based on the analysis of scientific articles and research regarding hedge fund activities and the assessment of their strategies, the article finds that the use of derivative financial instruments in hedge fund strategies is effective. The article also describes the prospects of the Russian market for interval mutual investment funds.**Conclusions and Relevance.** Hedge funds use a wide range of strategies and financial instruments and often deliver better results compared to the market. However, not all funds are aimed at hedging risk, so the investor must choose the fund carefully. The results obtained can be used by private and corporate investors to familiarize themselves with the complex structure of hedge funds, as well as in public administration, since regulation of the hedge fund market is necessary.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2024

Please cite this article as: Kryzhanovskii A.S. Hedge funds: The use of derivatives for corporate hedging and speculation. *Finance and Credit*, 2025, iss. 10, pp. 226–240. DOI: 10.24891/skcpml EDN: SKKPML**References**

1. Evlakhova Yu.S. [The concept of the financial market from the standpoint of modern finance theory]. *Finansovyi zhurnal*, 2011, no. 3, pp. 81–92. (In Russ.)
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ponyatie-finansovogo-rynka-s-pozitsiy-sovremennoy-teorii-finansov>
2. Longo J.M. Hedge Funds: Overview, Strategies, and Trends. In: Lee C.-F., Lee A.C. (eds) *Encyclopedia of Finance*, Springer, 2022, pp. 1249–1271.
3. Stulz R.M. Hedge funds: Past, present, and future. *Journal of Economic Perspectives*, 2007, vol. 21, no. 2, pp. 175–194.
4. Asness C.S., Krail R.J., Liew J.M. Do hedge funds hedge? *The Journal of Portfolio Management*, 2001, vol. 28. DOI: 10.2139/ssrn.252810

5. Mallaby S. More money than God: Hedge funds and the making of the new elite. Penguin Books, 2011, 512 p.
6. Nabilou H. The conundrum of hedge fund definition. *European Company and Financial Law Review*, 2017, vol. 14, no. 1, pp. 149–186. URL: <https://ssrn.com/abstract=2846097>
7. Chikirov Yu.S. [Classification of derivative financial instruments in management accounting]. *Bukhgalterskii uchet*, 2009, no. 4, pp. 77–79. (In Russ.) EDN: TKOEBO
8. Fel'dman A. [The current economic crisis and derivative financial instruments]. *Voprosy ekonomiki*, 2009, no. 5, pp. 59–68. (In Russ.) DOI: 10.32609/0042-8736-2009-5-59-68 EDN: KARDNB
9. Carbonneau A. Deep hedging of long-term financial derivatives. *Insurance: Mathematics and Economics*, 2021, vol. 99, pp. 327–340. DOI: 10.1016/j.insmatheco.2021.03.017 EDN: AGQKSK
10. Bartram S.M. Corporate hedging and speculation with derivatives. *Journal of Corporate Finance*, 2019, vol. 57, pp. 9–34.
11. Bartram S.M., Brown G.W., Fehle F.R. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*, 2009, vol. 38, iss. 1, pp. 185–206. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2009.01033.x
12. Prevost A.K., Rose L.C., Miller G. Derivatives usage and financial risk management in large and small economies: A comparative analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2000, vol. 27, iss. 5-6, pp. 733–759. DOI: 10.1111/1468-5957.00332
13. Buehler H., Gonon L., Teichmann J., Wood B. Deep hedging. *Quantitative Finance*, 2019, vol. 19, no. 8, pp. 1271–1291.
14. Luiz Rossi J. Jr. Hedging, selective hedging, or speculation? Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, vol. 23, iss. 5, pp. 415–433.
15. Fung W., Hsieh D.A. The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from long/short equity hedge funds. *Journal of Empirical Finance*, 2011, vol. 18, iss. 4, pp. 547–569.
16. Ibbotson R.G., Chen P., Zhu K.X. The ABCs of hedge funds: Alphas, betas, and costs. *Financial Analysts Journal*, 2011, vol. 67, iss. 1, pp. 15–25.
17. Patton A.J., Ramadorai T. On the high-frequency dynamics of hedge fund risk exposures. *The Journal of Finance*, 2013, vol. 68, no. 2, pp. 597–635.
18. Li H., Xu Y., Zhang X. Hedge fund performance evaluation under the stochastic discount factor framework. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2016, vol. 51, no. 1, pp. 231–257.
19. Newton D., Platanakis E., Stafylas D. et al. Hedge fund strategies, performance & diversification: A portfolio theory & stochastic discount factor approach. *The British Accounting Review*, 2021, vol. 53, iss. 5, 101000. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101000 EDN: WCPLRX
20. Aragon G.O., Martin J.S. A unique view of hedge fund derivatives usage: Safeguard or speculation? *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 105, iss. 2, pp. 436–456.
21. Liang B. On the performance of hedge funds. *Financial Analysts Journal*, 1999, vol. 55, iss. 4, pp. 72–85. DOI: 10.2469/faj.v55.n4.2287
22. Noori M., Hitaj A. Dissecting hedge funds' strategies. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 85, 102453. DOI: 10.1016/j.irfa.2022.102453 EDN: IMZKLQ

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.