

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaitos, finansų ir bankininkystės studijų programa
Kodas 62404S102

ALMA MASKALIŪNAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ ĮTAKA FINANSŲ RINKOMS

Kaunas 2011

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

ALMA MASKALIŪNAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ ĮTAKA FINANSŲ RINKOMS

Darbo vadovas _____
(parašas)

Doc.dr. Deimantė Teresienė

(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2011

TURINYS

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
LENTELIŲ SĄRAŠAS	5
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
ĮVADAS	6
1. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ SPECIFIKA	9
1.1. Rizikos draudimo fondai – alternatyvaus investavimo subjektai	9
1.2. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos	13
1.3. Rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų palyginimas	20
2. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ VAIDMUO FINANSŲ RINKOSE	23
2.1. Rizikos draudimo fondų veiklos finansų rinkose istorija.....	23
2.2. Teigiami ir neigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms	27
2.3. Rizikos draudimo fondų veiklos rezultatų ryšys su finansų rinkų grąža	32
3. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ INDEKSŲ IR AKCIJŲ RINKŲ INDEKSŲ	
PELNINGUMŲ RYŠYS	37
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	51
SANTRAUKA	53
SUMMARY	54
LITERATŪROS SĄRAŠAS	55
PRIEDAI	62

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

JAV – Jungtinės Amerikos Valstijos;

VP – vertybiniai popieriai;

LTCM – Long-Term Capital Management.

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė Rizikos draudimo fondų strategijų privalumai ir trūkumai	19
2 lentelė Rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų charakteristikų palyginimas.....	21
3 lentelė Teigiamas rizikos draudimo fondų poveikis finansų rinkoms.....	28
4 lentelė Atliktų tyrimų palyginimas.....	34
5 lentelė Indeksų sudėtis.....	40
6 lentelė Palyginamieji indeksai.....	40
7 lentelė Koreliacijos koeficiento vertinimas.....	42

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Rizikos draudimo fondų investuotojų apribojimai	12
2 pav. Rizikos draudimo fondų investuotojai	12
3 pav. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos.....	14
4 pav. Rizikos draudimo fondų dažniausiai naudojamos investavimo strategijos.....	18
5 pav. Rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomo finansinių aktyvų portfelio dydis.....	25
6 pav. Rizikos draudimo fondų skaičiaus kitimas 1949-2008 m.	26
7 pav. Rizikos draudimo fondų dydis, lyginant su kitais rinkos dalyviais	30
8 pav. Rizikos draudimo fondų neigiamas poveikis finansų rinkoms.....	32
9 pav. Tyrimų laikotarpiai ir rezultatai.....	35
10 pav. Skirtingų rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų palyginimas su rizikos draudimo fondų fondais.....	38
11 pav. Skirtumas tarp rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ir rizikos draudimo fondų pelningumų.....	39
12 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų ir palyginamųjų rinkos indeksų pelningumo vidurkis ir pelningumo standartinis nuokrypis 1995 m. 01 mėn. - 2010 m. 08 mėn.	41
13 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ir palyginamųjų rinkos indeksų pelningumų ryšys 1995 m. 01 mėn. - 2010 m. 08 mėn.....	43
14 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su S&P 500 indeksu.....	45
15 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų ir akcijų rinkų indeksų verčių dinamika.....	46
16 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su MSCI EAFE indeksu.....	46
17 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su MSCI EMF indeksu	47
18 pav. Rizikos draudimo fondų strategijų gražos ryšys su JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkų graža.....	48
19 pav. Atliktų tyrimų palyginimas.....	49

IVADAS

Temos aktualumas ir jos sprendimo būtinumas. Rizikos draudimo fondai užima vis svarbesnę poziciją pasaulinėse finansų rinkose, jų vaidmuo didėja ne tik dėl augančio investicinio portfelio, bet ir dėl aktyvių investavimo strategijų, o apribotas investuotojų skaičius leidžia išvengti investicinius fondus varžančių apribojimų. Dėl silpno valstybinio reguliavimo rizikos draudimo fondų valdytojai gali nevaržomai įgyvendinti įvairias investavimo strategijas, kurios gali neigiamai veikti finansų rinkas, jų stabilumą. Mokslinėje literatūroje rašoma, jog rizikos draudimo fondų pasiekiami graža tik labai silpnai koreliuoja su visos rinkos graža (tai įmanoma dėl alternatyvių strategijų, neprieinamų kitiems rinkos dalyviams, naudojimo). Iš čia kyla problema: kaip nereguliuojamos rizikos draudimo fondų investicijos veikia finansų rinkas. Kadangi rizikos draudimo fondai labai skiriasi pagal naudojamas investavimo strategijas, ryšį tarp jų gražos ir rinkos gražos reikėtų analizuoti remiantis investavimo strategija. Problematiška tiesiogiai įrodyti rizikos draudimo fondų poveikį finansų rinkoms, todėl šiame darbe poveikis atskleidžiamas per rizikos draudimo fondų gražos ir rinkos gražos ryšį.

Problemos ištyrimo lygis. Mokslinėje literatūroje teigiama, jog rizikos draudimo fondai daro tiek teigiamą, tiek neigiamą įtaką finansų rinkoms. Rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos, didina likvidumą, padeda atskleisti tikrąją finansinių instrumentų kainą, prisideda prie tobulėsių rizikos valdymo instrumentų kūrimo ir padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams, veikia kaip atsvara minios instinktui. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Martin, 2008; Becker, Doherty-Minicozzi, 2000).

Neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms nėra visiškai atskleista. J.Bush (2006), A.Tobias (2007), M.King, P.Maier (2007), R.Ferguson, D.Laster (2007) teigia, kad neigiama įtaka pasireiškia dėl didelio kiekio skolintų lėšų naudojimo, kai nesėkmės atveju nukenčia ne tik investuotojai, bet ir finansinės institucijos, skolinusios pinigus, ir taip pažeidžiamas finansinis stabilumas. Vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas gali sukelti sisteminę riziką tiesiogiai, darant žalą svarbioms finansinėms institucijoms, arba netiesiogiai, didinant rinkos kintamumą ir sukeldami likvidumo šokus svarbiose rinkose. Tiesioginis poveikis būna tuomet, kai vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas veda į staigų investicijų atsikratymą, taip rinkoje krenta investicijų kainos. Poveikis turto kainoms gali būti padidintas dėl sverto naudojimo, nes nukritus vertybinių popierių kainoms fondai turi parduoti investicijas nepalankiomis kainomis, taip dar labiau sustiprindami rinkos kryptį. Netiesioginis poveikis pasireiškia, kai priverstinis rizikos draudimo fondų investicijų likvidavimas apsunkina rinkos kintamumą ir sumažina likvidumą. Sistemine rizika gali pasireikšti, kai koreliacija tarp skirtingų investicijų padidėja finansinių krizių laikotarpiu.

G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu (2005) tyrė fondų veiklą ekstremaliomis rinkos sąlygomis ir padarė išvadą, kad rizikos draudimo fondai yra veikiami rinkos nepastovumo (kintamumo) ir tampa stipriau koreliuoti su akcijų rinkomis. C.Ackermann, R.McEnally, D.Ravenscraft (1999) teigia, kad rizikos draudimo fondai yra priklausomi nuo rinkos – aukšta koreliacija. T.Schneeweis, H.Kazemi, G.Martin (2003) nagrinėjo rizikos draudimo fondų veiklos rezultatus pagal jų naudojamas investavimo strategijas, gauti rezultatai parodė, kad ryšys su rinka priklauso nuo strategijos. Kiti trys autoriai - T.Garbaravičius ir F.Dierick (2005), N.Boyson, Ch.Stahel ir R.Stulz (2006) ir S.Wlech (2008) teigia, kad yra tik silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.

Problemos esmė – kaip rizikos draudimo fondai veikia finansų rinką.

Tyrimo objektas – rizikos draudimo fondai, kaip alternatyvus investicinis instrumentas.

Darbo tikslas – išsiaiškinti, kaip rizikos draudimo fondai gali veikti finansų rinkas ir įvertinti rizikos draudimo fondų daromą įtaką JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkoms.

Darbo uždaviniai:

1. Išnagrinėti rizikos draudimo fondų naudojamas investavimo strategijas;
2. Išanalizuoti rizikos draudimo fondų veiklą 1949-2010 m. laikotarpiu;
3. Išsiaiškinti, koku būdu rizikos draudimo fondai gali paveikti finansų rinkas;
4. Išnagrinėti rizikos draudimo fondų investavimo strategijų grąžos ir JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkų grąžos ryšį.

Dėl nevienareikšmiškų atliktų tyrimų rezultatų bei rizikos draudimo fondų šakos vystymosi netolygumų keliami tokia **hipotezė**: tarp rizikos draudimo fondų grąžos ir akcijų rinkos grąžos yra reikšmingas ryšys (aukšta teigiama koreliacija).

Darbo struktūra. Pirmoje dalyje „RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ SPECIFIKA“ nagrinėjama rizikos draudimo fondų samprata, jų reguliavimas, naudojamos investavimo strategijos, bei rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų skirtumai.

Antroje dalyje „RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ VAIDMUO FINANSŲ RINKOSE“ nagrinėjama rizikos draudimo fondų veikla 1949-2010 m. laikotarpiu, analizuojami teigiami ir neigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms, lyginami atlikti rizikos draudimo fondų veiklos rezultatų ir jų sąsajų su rinkos grąža tyrimai.

Trečioje dalyje „RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ INDEKSŲ IR AKCIJŲ RINKŲ INDEKSŲ PELNINGUMŲ RYŠYS“ nagrinėjami rizikos draudimo fondų skirtingų investavimo strategijų indeksų bei rinkos indeksų (JAV akcijų rinkos, išsivysčiusių šalių akcijų rinkų, besivystančių šalių akcijų rinkų) pelningumai nuo 1995 m. sausio mėn. iki 2010 m. rugpjūčio mėn.

Tyrimo metodai. Analizuojant teorinius rizikos draudimo fondų aspektus, darbe buvo naudojama lyginamoji literatūros analizė, sintezė, informacijos detalizavimas ir apibendrinimas,

palyginimas. Atliekant tyrimą buvo naudojamas kiekybinis tyrimo metodas – regresinė analizė (naudojantis *Statistica* programa), kuri įgalino nustatyti ryšius tarp rizikos draudimo fondų naudojamų investavimo strategijų gražos ir JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkų gražos ir, juos apibendrinant bei susisteminant, įvertinti rizikos draudimo fondų poveikį akcijų rinkoms.

Darbe naudoti literatūros šaltiniai. Pirmoje ir antroje darbo dalyje daugiausiai naudotasi užsienio autorių moksliniais straipsniais. Tyrimas atliktas pagal „*Greenwich Alternative Investments*” duomenų bazėje pateiktus rizikos draudimo fondų indeksų gražos duomenis ir JAV, išsivysčiusių bei besivystančių rinkų indeksų gražos duomenis.

Teorinė darbo reikšmė. Pagal trijų autorių rizikos draudimo fondų investavimo strategijų klasifikavimą pateiktas apibendrintas klasifikavimas, išskiriant tris pagrindines strategijų grupes: kryptines, nekryptines ir svarbių įvykių.

Praktinė darbo reikšmė. Sukurtas modelis, kuris padeda įvertinti rizikos draudimo fondų įtaką finansų rinkoms. Empiriniu tyrimu įvertintas rizikos draudimo fondų poveikis JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkoms, nustatyta, kad rizikos draudimo fondų veikla daro reikšmingą įtaką akcijų rinkoms.

Darbo apribojimai ir sunkumai. Rizikos draudimo fondai yra nereguliuojami, todėl neprivalo teikti savo veiklos ataskaitų. Dauguma rizikos draudimo fondų teikia informaciją apie pasiektus rezultatus mokamoms duomenų bazėms. Vieninteliai nemokamai prieinami duomenys – rizikos draudimo fondų indeksų pelningumai. Indeksų yra įvairių, jų sudarymo metodika skiriasi, tai sudaro sunkumų norint vienareikšmiškai įvertinti rizikos draudimo fondų poveikį finansų rinkoms.

Rezultatų aprobavimas. 7 – oje tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“, Kaunas, VU KHF, 2010 m. gruodžio 9 d. pristatytas ir konferencijos medžiagoje publikuotas straipsnis „Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms“.

Darbo struktūra. Darbą sudaro santrumpų sąrašas, lentelių ir paveikslų sąrašas, įvadas, teorinė dalis, analitinė dalis, tyrimas, išvados, santrauka lietuvių ir anglų kalbomis, literatūros sąrašas. Pateikiami 6 priedai.

Darbo apimtis - 61 puslapis, pateiktos 7 lentelės, 19 paveikslų. Panaudoti 63 literatūros šaltiniai.

1. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ SPECIFIKA

Šiame skyriuje apibrėžiama, kas yra rizikos draudimo fondai, nagrinėjamas jų reguliavimas, naudojamos investavimo strategijos, rizikos draudimo fondai lyginami su investiciniais fondais.

1.1. Rizikos draudimo fondai – alternatyvaus investavimo subjektai

Rizikos draudimo fondai nėra šių dienų išradimas. Pirmasis toks fondas įkurtas JAV 1949m. Alfred Winslow Jones pradėjo partneryste paremtą investavimą, kuris yra laikomas pirmuoju rizikos draudimo fondu. Daugelis jo prieš daugiau kaip 50 metų pasiūlytų idėjų tebėra rizikos draudimo fondų pagrindas. A.Jones suformavo savo fondą taip, kad jis būtų atleistas nuo reguliavimo. Tai sudarė sąlygas naudoti daugybę investavimo strategijų, tokių kaip skolintų vertybinių popierių pardavimas, svertas (skolintų lėšų naudojimas) ir portfelio koncentracija (investuojamos lėšos neišskaidomos į skirtingas investicijas, regionus ar sektorius). (Connor, Woo, 2003)

Nors paprastai pirmuoju rizikos draudimo fondu laikomas Alfred Winslow Jones fondas, tačiau tyrinėtojai rado ir senesnių rizikos draudimo fondo įrodymų. Šiuo metu seniausias šaltinis yra 1931 m. JAV išleista Karl Karsten knyga *Scientific Forecasting*. Knygoje apibendrinti pagrindiniai rizikos draudimo fondo valdymo principai. Karl Karsten buvo mokslininkas, domėjosi statistika, finansais, prognozavo būsimas verslo sąlygas. Fondą įkūrė norėdamas praktiškai pritaikyti savo prognozes. Investavo tik jis pats ir jo kolegos, rezultatas buvo labai geras, tačiau įkūrėjui labiau rūpėjo ne pinigai, o idėjų pritaikymas. (Lhabitant, 2006)

Rizikos draudimo fondai, kartu su rizikos kapitalo fondais, yra priskiriami alternatyvių investicinių produktų sektoriui. (Schneider, Ryan, 2009)

Rizikos draudimo ar apribotos rizikos fondo sąvoka klaidingai apibrėžia nagrinėjamus fondus, nes iš tiesų jie yra rizikingi, o pagal pavadinimą atrodo, jog rizikos vengia. Tačiau šis pavadinimas turi istorinę prasmę, nes pirmoji tokio tipo institucija greta paprasto vertybinių popierių pirkimo naudojo skolintų vertybinių popierių pardavimo strategiją siekiant apriboti (angl. hedging) rinkos riziką. Įgyvendinant skolintų vertybinių popierių pardavimo strategiją pasiskolinamos akcijos iš finansų tarpininkų ir parduodamos esama rinkos kaina tikintis, kad kaina nukris ir akcijas bus galima atpirkti ir grąžinti žemesne kaina. Bėgant laikui rizikos draudimo fondai pradėjo naudoti ir daugybę kitų investavimo strategijų, kurios nebūtinai apima rizikos ribojimą. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Garmhausen, 2007)

Pagal Frush (2008), A.Harmes (2002), J.Kambhu, T.Schuermann ir K.Stiroh (2007), F.Edwards ir S.Gaon (2003), S.Garmhausen (2007) galima išskirti šiuos rizikos draudimo fondų bruožus:

1. rizikos draudimo fondai turi minimalią organizacinę struktūrą ir dažniausiai valdymo sprendimai yra priimami vieno ar dviejų asmenų;
2. skirti turtingiems individualiems ir instituciniams investuotojams. Gali turėti mažiau nei 500 „akredituotų“ investuotojų – turinčių tam tikrą kiekį turto ar pajamų;
3. valstybinis reguliavimas silpnas;
4. gali naudoti alternatyvias investavimo strategijas ir instrumentus;
5. lanksčios investavimo strategijos;
6. gali apriboti investuotojų lėšų atsiėmimą;
7. stiprūs valdytojų paskatinimai;
8. didelės pradinės investicijos – apie 1 mln. JAV dolerių.
9. valdytojų investicijos į fondą;
10. turi tik ribotą atskleidimo ir ataskaitų teikimo įsipareigojimą reguliuotojams, visuomenei ir jų pačių investuotojams, todėl sunku gauti tikslią informaciją apie šį segmentą;
11. neleidžiama reklamuotis;
12. siekia absoliučios gražos, - uždirbti pelną tiek kylančiose, tiek krentančiose rinkose.

Rizikos draudimo fondai gali reikalauti, kad jų valdytojai fonde turėtų asmeninių investicijų. Taip siekiama užtikrinti geresnį valdymą ir investuotojų interesų tenkinimą. R.Kouwenberg ir W.Ziemba (2007) savo straipsnyje nagrinėjo, kaip skatinamasis atlyginimas ir valdytojų investicijos į fondą veikia fondo investavimo strategijos pasirinkimą. Atrasta, kad valdytojai, didėjant skatinamiesiems atlyginimams, linkę prisiimti vis rizikingesnes strategijas. Tačiau rizikos prisiimama žymiai mažiau, jeigu valdytojas į fondą investuoja didelę dalį savo pinigų.

Silpnai valstybės reguliuojami rizikos draudimo fondai turi veiklos laisvės pranašumą prieš tradicinius investicinius fondus, naudodami jiems neprieinamas investavimo strategijas ir įvairius finansinius instrumentus (skolintų vertybinių popierių pardavimas, išvestiniai finansiniai instrumentai, bei svertas – įgijamas tiesiogiai per išskolinimą ir netiesiogiai per svertą, esantį išvestiniuose finansiniuose instrumentuose). Nors ir rizikos draudimo fondai privalo laikytis anti-apgavysčių atsargumo priemonių, prekybos taisyklių tarp susijusių asmenų ir reikalavimų, susijusių su daugiau nei 5 proc. akcijų valdymu, jie nėra reguliuojami taip pat, kaip instituciniai investuotojai. (Kambhu, Schuermann, Stiroh, 2007; Schneider, Ryan, 2009)

Atkreipiant dėmesį į sąvokos „rizikos draudimo fondas“ esmės neatskleidimą, Europos Parlamentas vietoj jo nusprendė naudoti terminą „sudėtingos alternatyvios investavimo priemonės“

(angl.k. “Sophisticated Alternative Investment Vehicles” (SAIVs)). Tačiau šis terminas taip pat apima ir kitus alternatyvius investicinius fondus. Panašūs terminai naudojami ir kitų institucijų. Bazelio Komitetas rizikos draudimo fondus apibrėžė kaip „stipriai svertinės institucijos“ (angl.k. “highly leveraged institutions” (HLIs)). Tačiau terminas taip pat apima ne tik rizikos draudimo fondus, bet ir kitas institucijas, kurios nėra griežtai prižiūrimos ir dažnai naudojasi svertu. Plataus profilio atskleidimo padidinimo darbo grupė (angl. The Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure (MWGED)) teikia pirmenybę terminui „naudojantys svertą investiciniai fondai“ (angl.k. “leveraged investment funds”). Didžiosios Britanijos *Financial Services Authority (FSA)* atsisakė apibrėžti šį terminą dėl identifikuojamos šakos nebuvimo ir siūlo sutelkti dėmesį į rizikos draudimo fondų investavimo strategijas labiau nei į teisinę struktūrą. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

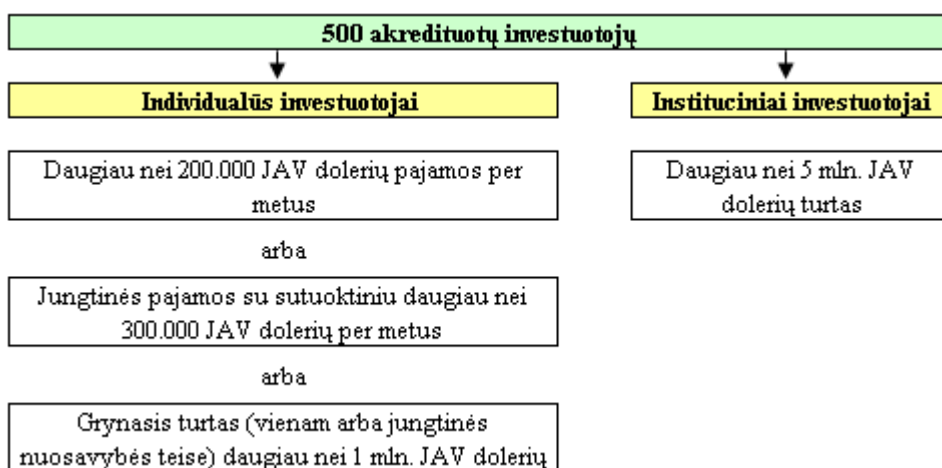
Rizikos draudimo fondai visų pirma išsiskiria dėl to, jog yra silpnai reguliuojami priežiūros institucijų. Tarpusavyje šie fondai yra labai skirtingi, pirmiausiai dėl naudojamų nevienodų investavimo strategijų, skirtingo kiekio skolintų lėšų investavimo, taikomų valdytojų paskatinimų.

Kad būtų atleisti nuo reguliavimo, rizikos draudimo fondai pasinaudoja investicinių kompanijų reguliavimo taisyklių išimtimis. Reguliavimo taisyklės negalioja, jeigu fondas viešai nesireklamuoja ir turi mažiau nei 100 investuotojų. Kita išimtis leidžia fondams likti nereguliuojamais, jeigu turima daugiau nei 100 investuotojų, bet jie yra akredituoti investuotojai. Tačiau įprasta investuotojų skaičių riboti iki 500. (Edwards, Gaon, 2003; Osterberg, Thomson, 1999)

Rizikos draudimo fondų valdytojai ieško minimalios kontrolės ir palankių mokesčių sąlygų. Todėl dauguma rizikos draudimo fondų steigiami ten, kur yra jiems palanki mokesčių politika. Ofšoriniai rizikos draudimo fondai steigiami tokiose vietose kaip Kaimanų salos, Britanijos Virdžinijos salos, Bermudų ir Bahamų salos. Rizikos draudimo fondų valdytojai, ne taip kaip patys fondai, paprastai įsikuria pagrindiniuose finansiniuose centruose. Europa (ypač Londonas) įtvirtino save kaip rizikos draudimo fondų valdytojų buvimo vietą. Tuo tarpu Airija tapo pagrindiniu rizikos draudimo fondų administracijos centru. (McVea, 2008; Garbaravičius, Dierick, 2005)

Rizikos draudimo fondai pritraukia institucinius ir turtingus individualius investuotojus. Minimali investicijos suma paprastai būna nuo 250 000 iki 1 mln. JAV dolerių. (Ackermann, Mcenally, Ravenscraft, 1999). Pagal C.Philips (2006) minimali investicija gali svyruoti nuo 1 mln. iki 5 mln. JAV dolerių. Matoma, jog fondai individualiai nusistato minimalias pradines investicijas, tačiau visais atvejais jų riba yra aukšta. Taip yra dėl rizikos draudimo fondų investuotojų skaičiaus ribojimo – galėdami priimti investicijas tik iš nedaugelio, bet norėdami sukaupti kuo daugiau lėšų investavimui, nustato aukštas minimalias investicijas.

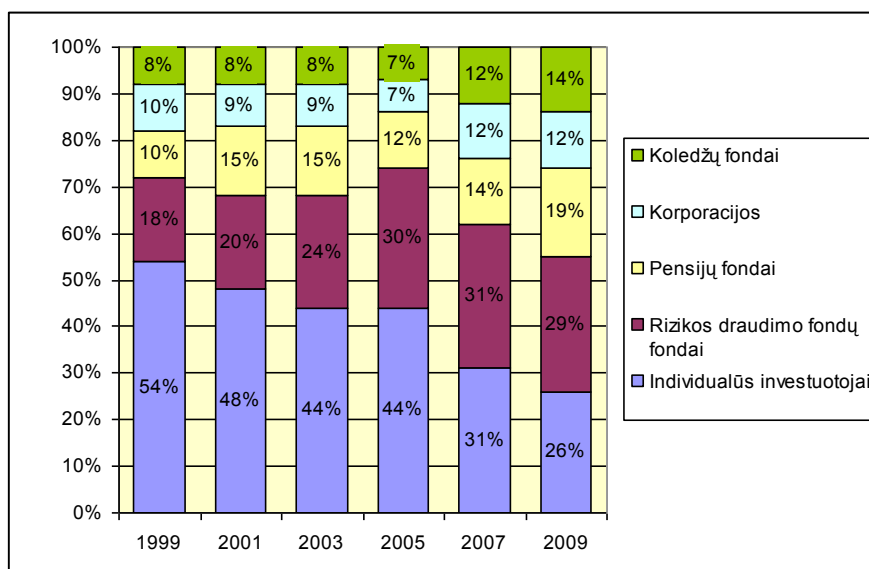
Rizikos draudimo fondai tam, kad išvengtų reguliavimo gali priimti tik akredituotų investuotojų lėšas. Taip sumažinamas potencialių partnerių ratas. (Edwards, Gaon, 2003)



Šaltinis: sudaryta autorės pagal EDVARDS, F.R.; GOAN, S. Hedge funds: what do we know?, 2003.

1 pav. Rizikos draudimo fondų investuotojų apribojimai

Akredituoti investuotojai yra individualūs investuotojai ir institucijos, kurie atitinka grynojo turto arba pajamų reikalavimus. Individualūs investuotojai privalo turėti daugiau nei 200 000 JAV dolerių pajamas per metus paskutinius dvejus metus arba jungtines pajamas su sutuoktiniu viršijančias 300 000 JAV dolerių per metus paskutinius dvejus metus bei pagrįstą tikimybę pasiekti tokį patį pajamų lygį einamaisiais metais. Arba jų turimas grynasis turtas (vienam arba jungtinės nuosavybės teise) turi viršyti 1 mln. JAV dolerių (vertinant pirkimo metu buvusiomis kainomis). Institucinis investuotojas turi turėti daugiau nei 5 mln. JAV dolerių turtą arba turi būti bankas, santaupų ir paskolų asociacija, brokeris, draudimo kompanija, investicinė kompanija. Šių suvaržymų tikslas yra apriboti rizikos draudimo fondų investuotojus iki turtingų ir sofistikuotų, kuriems nereikia priežiūros institucijų teikiamos apsaugos. (Edwards, Gaon, 2003)



Šaltinis: sudaryta autorės pagal International Financial Services London (2010) *Hedge Funds 2010*.

2 pav. Rizikos draudimo fondų investuotojai

Visame pasaulyje didėja pensijų fondų investicijos į rizikos draudimo fondus, o individualių investuotojų lėšų dalis mažėja. Taip pat matoma, jog rizikos draudimo fondų fondai tampa vis svarbesni rizikos draudimo fondų investuotojai.

Daugelį rizikos draudimo fondų reguliuoja *Commodity Futures Trading Commission*. Privaloma registruotis šioje organizacijoje, jeigu ketinama prekiauti ateities ar pasirinkimo sandoriais reguliuojamoje rinkoje. *Commodity Futures Trading Commission* misija yra saugoti rinkos dalyvius nuo apgaulės bei manipuliavimo rinka, prekiaujant žaliavų ir finansiniais ateities ir pasirinkimo sandoriais. (Edwards, Gaon, 2003)

Nepaisant didėjančios rizikos draudimo fondų investicijų reikšmės ir augančio investuotojų bei reguliuotojų rizikos supratimo, nėra nei pakankamai gerai suprasti rizikos draudimo fondų pelnai nei nėra sukurtų tinkamų įrankių įvertinti jų veiklos rezultatus bei matuoti riziką. (Kassberger, Kiesel, 2006)

Taigi apibendrinant galima teigti, jog nors rizikos draudimo fondai yra žymiai mažesnio reguliavimo objektai nei kitos finansinės institucijos, jie privalo apriboti savo klientų ratą iki palyginti turtingų individualių ir institucinių investuotojų, kuriems, priežiūros institucijų nuomone, nereikia vyriausybės apsaugos. Tačiau kitas reguliavimo aspektas yra šių fondų įtaka finansų rinkoms. Finansų sistemos priežiūros institucijos planuoja įgyvendinti griežtesnį reguliavimą.

1.2. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos

Rizikos draudimo fondai pasižymi dideliu heterogeniškumu – dėl naudojamų skirtingų investavimo strategijų, nevienodo rizikos lygio. Todėl racionalu rizikos draudimo fondus nagrinėti ne kaip visumą, o pagal naudojamą investavimo strategijas.

Rizikos draudimo fondai dažniausiai klasifikuojami pagal naudojamą investavimo stilių. Šis kriterijus yra svarbesnis fondo rizikos-pelningumo profiliui nei jo turto klasės pasirinkimas, sektoriaus ar geografinė orientacija. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Darbe išnagrinėtas trijų autorių pateikiamas rizikos draudimo fondų investavimo strategijų skirstymas. Visi nagrinėti autoriai - T.Garbaravičius, F.Dierick (2005), F.Stefanini (2006), J.Hedges (2005) - išskiria kryptines strategijas. Prie šių strategijų priskiriamos globali makro bei skolintų vertybinių popierių pardavimo strategijos. T.Garbaravičius, F.Dierick (2005) bei J.Hedges (2005) prie šios grupės taip pat priskiria ilgų/trumpų pozicijų strategiją, o tuo tarpu F.Stefanini (2006) šią strategiją įvardina kaip atskirą strategijų grupę, kurioje išskiria tokias strategijas kaip globali, sektoriaus, šalies ir geografinio regiono. Manoma, jog teisinga šią strategiją priskirti prie kryptinių, o F.Stefanini (2006) pasiūlyta klasifikacija tiesiog parodo smulkesnes strategijos kryptis. T.Garbaravičius, F.Dierick (2005) ir F.Stefanini (2006) prie kryptinių strategijų dar priskiria

suvaldytos ateities. Penktąją šios grupės strategiją – besivystančių rinkų – išskiria tik T.Garbaravičius, F.Dierick (2005).

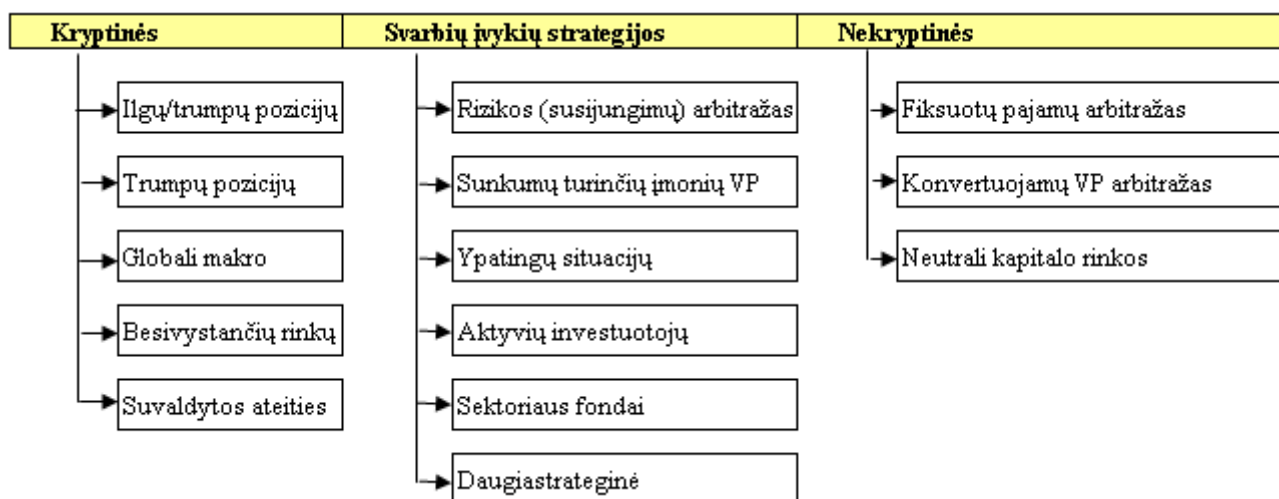
Antroji strategijų grupė – svarbių įvykių strategijos. Šioje grupėje nagrinėtų autorių pateikta klasifikacija taip pat skiriasi. Šiai grupei priskiria rizikos (susijungimų) arbitražo bei sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių strategijas. F.Stefanini (2006) ir J.Hedges (2005) dar šiai grupei priskiria ypatingų situacijų strategiją. Kitos strategijos: aktyvių investuotojų (Stefanini, 2006), sektoriaus fondai (Hedges, 2005). Pagal F.Stefanini (2006) klasifikaciją multi-strategija taip pat priklauso svarbių įvykių strategijų grupei, o tuo tarpu T.Garbaravičius, F.Dierick (2005) multi-strategiją išskiria kaip atskirą grupę. Šios strategijos priskyrimas svarbių įvykių strategijų grupei yra racionalus dėl to, jog valdytojai keičia ir naudoja įvairias strategijas atsižvelgdami į besikeičiančią rinkos situaciją.

Trečiąją strategijų grupę autoriai vadina skirtingai: rinkos neutralios, santykinės vertės, nekryptinės. Visi nagrinėti autoriai šiai grupei priskiria fiksuotų pajamų arbitražą, konvertuojamų vertybinių popierių arbitražą, bei neutralią kapitalo rinkos strategiją.

Įvairių autorių strategijų klasifikavimas skiriasi dėl to, jog priešingai nei investiciniai fondai, rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų. Tai susiję su informacijos stoka ir rizikos draudimo fondų veiklos neskaidrumu. Nėra vienos rizikos draudimo fondų strategijų klasifikacijos, be to, šios strategijos nėra statiškos, jos gali kisti. (Gibson, Gyger, 2007)

Investavimo strategijas kuria kiekvienas fondo valdytojas, gali jas padaryti unikalias – tai priklauso nuo jo patirties ir kūrybingumo. (Stefanini, 2006)

Pagal T.Garbaravičius, F.Dierick (2005), F.Stefanini (2006) ir J.Hedges (2005) 3 pav. pateiktos rizikos draudimo fondų investavimo strategijos bei jų grupavimas.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal GARBARAVIČIUS, T.; DIERICK, F. Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 2005; STEFANINI, F. Investment Strategies of Hedge Funds, 2006; HEDGES, J. Hedges on Hedge Funds. How to successfully analyze and select an investment, 2005.

3 pav. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos

Toliau plačiau panagrinėsime investavimo strategijas. Kryptinės strategijos paprastai siekia numatyti rinkos judėjimo kryptį ir siūlo aukštą grąžą, tuo pačiu ir didelę riziką bei naudoja svertą. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Ilgų/trumpų pozicijų strategija apima vertybinių popierių pirkimą (tikintis kainos didėjimo) ir skolintų vertybinių popierių pardavimą (tikintis kainos mažėjimo). Apsidraudimui gali būti naudojami ateities ir pasirinkimo sandoriai. Orientacija gali būti regioninė, pvz. ilga pozicija – JAV įmonių akcijos, trumpa pozicija – Europos šalių įmonių akcijos; arba sektorinė, pvz. ilga pozicija – technologinių įmonių akcijos, trumpa pozicija – sveikatos apsaugos sektoriaus įmonių akcijos. Ilgų/trumpų pozicijų rizikos draudimo fondai linkę sudaryti ir laikyti tokį portfelį, kuris yra žymiai labiau koncentruotas nei tradicinių akcijų fondų. (Chan, Getmansky ir kt., 2007). Anot F.Stefanini (2006) ilgų/trumpų pozicijų strategijos grąža yra priklausoma nuo fondo valdytojo akcijų parinkimo įgūdžių. Ieškoma nepakankamai įvertintų (ilga pozicija, - tikimasi kainos kilimo), bei pervertintų akcijų (trumpa pozicija – tikimasi kainos kritimo). Pagal S.McCrary (2002) šią strategiją įgyvendinantys fondai gali naudoti vien tik ilgų ar vien tik trumpų pozicijų strategiją - laikas nuo laiko jas keisti. Taip pat pabrėžiama, jog šie fondai gali turėti žymų poveikį tam tikriems sektoriams ar kompanijoms. (McCrary, 2002). Galbūt taip yra dėl to, jog tai viena populiariausių investavimo strategijų, 2008 m. duomenimis ją naudojo 33 proc. rizikos draudimo fondų.

Trumpų pozicijų strategiją (skolintų vertybinių popierių pardavimą) naudojantys rizikos draudimo fondai buvo stipri kategorija prieš ilgalaikę „bulių“ (kylančią) rinką XX a. dešimto dešimtmečio pabaigoje, kurios metu buvo sunku sėkmingai įgyvendinti trumpų pozicijų strategiją. Tuo metu atsirado nauja strategija – trumpų pozicijų šališkumo. Šios strategijos esmė – išlaikyti grynąsias trumpas pozicijas, o ne vien tik trumpas. Trumpų pozicijų šališkumo fondų valdytojai prisiima trumpas pozicijas daugumai vertybinių popierių ir išvestinių finansinių instrumentų. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Globali makro strategija apima ilgas ir trumpas pozicijas bet kuriose pasaulio finansų rinkose. Makro fondai yra geriausiai žinomi. Šių fondų strategija yra nuspėti globalias makroekonominės sąlygas. Pavyzdžiui, jei fondo valdytojas tikisi tam tikros šalies valiutos devalvacijos, jis prisiims trumpas šios valiutos pozicijas – tipiniu atveju pardavinėdamas būsimuosius sandorius. Pozicijos atspindi rizikos draudimo fondų valdytojų nuomonę apie bendrą rinkos kryptį, paveiktą pagrindinių ekonominių tendencijų ar įvykių. Globalių makro rizikos draudimo fondų portfeliai gali apimti akcijas, obligacijas, valiutą ir žaliavas grynujų pinigų arba išvestinių finansinių instrumentų forma, bet dažniausiai globalūs makro fondai prekiauja labai likvidžiose rinkose, pavyzdžiui valiutų ar žaliavų rinkose. Daugelis fondų globaliai investuoja ir į išsivysčiusias, ir į besivystančias rinkas. Ši investavimo strategija remiasi „iš viršaus į apačią“ strategija. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Capocci, 2006, Hedges, 2005, Stefanini, 2006)

Besivystančių rinkų strategijos esmė yra investavimas į mažesnių, silpniau išsivysčiusių šalių vertybinius popierius. Investuojama į akcijas arba obligacijas, arba balansuojamos investicijos į abu šiuos instrumentus. Naudojant šią strategiją svarbus valiutos kurso rizikos valdymas, taip pat svarbu žinoti, jog investavimo rezultatai labai priklauso nuo šalies ekonominių ir politinių faktorių. Besivystančiose rinkose neleidžiamas skolintų vertybinių popierių pardavimas, taip pat daugeliui finansinių instrumentų nėra ateities sandorių, todėl šiose rinkose negalimas apsidraudimas. Tai strategijai suteikia papildomos rizikos. (McCrary, 2002)

Suvaldytos ateities ir makro strategijos yra panašios – abiem atvejais investuojama į ateities sandorius pasauliniu mastu. Svarbiausias skirtumas yra tas, jog suvaldytos ateities strategijos atveju sprendimą pirkti ar parduoti automatiškai priima kompiuterizuoti modeliai. Fondo valdytojas priklausomai nuo situacijos pakeičia modelio parametrus. (Stefanini, 2006)

Antroji rizikos draudimo fondų investavimo strategijų grupė - svarbių įvykių strategijos. Šios strategijos apima investavimą esant ypatingoms situacijoms. Jos skirtos užsidirbti dėl kainų kitimo, sąlygoto reikšmingo laukiamo korporacijos įvykio, tokio kaip susijungimas, įsigijimas, reorganizavimas, likvidavimas ar bankrotas. Įvykių sąlygotos strategijos užima vidurinę poziciją vertinant pagal kintamumą (angl. volatility) ir svertą. Šios strategijos yra nekoreliuotos su rinka arba yra tik silpnas ryšys. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Hedges, 2005)

Rizikos (susijungimų) arbitražo strategija siekia pasinaudoti galimybėmis, atsirandančiomis dėl ypatingų kompanijų įvykių, tokių kaip susijungimai ir įsigijimai. Įsigijamos įmonės akcijoms prisiimama ilga pozicija, tuo pat metu įsigyjančios įmonės akcijoms – trumpa pozicija. Tikslėnis šios strategijos pavadinimas būtų rizikos arbitražas, nes investavimo rezultatas priklauso tik nuo rizikos, susijusios su sandorio (susijungimo ar įsigijimo) rezultatu. Jeigu perėmimas neįvyksta, patiriami nuostoliai. Įgyvendinant šią strategiją fondo valdytojas ieško kainų neatitikimo: įsigijimo atveju – tarp pasiūlytos įsigijimo kainos ir dabartinės rinkos kainos; susiliejiimo atveju tarp teorinio keitimo kurso susijungiančių įmonių ir keitimo kurso pagal esančias rinkos kainas. Dabartiniu metu daugelis sandorių yra draugiški ir pradinis pasiūlymas mažai tesiskiria nuo galutinės kainos, todėl fondų valdytojai, siekdami padidinti investicijų grąžą, naudoja vis didesnę svertą. Strategija, nors ir vadinasi rizikos arbitražas, iš tikrųjų nėra arbitražas. Rizikos arbitražo strategijos pelningumas ir rizika yra labai asimetriški: yra labai didelė galimybė gauti nedidelį pelną ir labai maža galimybė patirti labai didelių nuostolių. (Stefanini, 2006; Hedges, 2005; McCrary, 2002).

Įgyvendinant *sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių* strategiją investuojama į įmonių, esančių arti bankroto, akcijas ir obligacijas. Šie vertybiniai popieriai nuperkami su didele nuolaida. Strategijos sėkmė priklauso nuo sugebėjimo pasirinkti tas įmones, kurios atsigaus. Kainos yra žemos (o būsimas pelningumas didelis), nes daugelis investuotojų negali investuoti į sunkumų

turinčių įmonių vertybinius popierius. Fondai šias investicijas paprastai laiko keletą metų, jos yra nelikvidžios. (McCrary, 2002)

Aktyvių investuotojų strategija paremta fondų valdytojų aktyviu dalyvavimu priimant kompanijų valdymo sprendimus (pataria valdymo klausimais, dalyvauja svarbiausiose derybose, inicijuoja pardavimą). Tai įmanoma, jeigu fondas įsigyja daugiau nei 5 proc. kompanijos akcijų. (Stefanini, 2006)

Ypatingų situacijų strategija panaši į sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių ir rizikos arbitražo strategijas, bet šiuo atveju labiau koncentruojamasi į naujas galimybes, tokias kaip besivystančių rinkų išskolinimas, nuvertėję akcijos, viešai nepaskelbti įsigijimai ar susijungimai, reorganizacijos, besivystančių rinkų blogos naujienos, kurios gali laikinai sumažinti akcijų kainas. Tipiniu atveju naudojant šią strategiją nenaudojamas svertas, nes rizika ir taip yra aukšta. (Hedges, 2005)

Naudojant *sektorius fondų* strategiją investuojama (ilgos ir trumpos pozicijos) į kompanijas, veikiančias tam tikruose sektoriuose. Paprastai fondai specializuojasi investuodami į technologijų kompanijas, finansines institucijas, sveikatos priežiūros, biotechnologijų, komunikacijų, energetikos kompanijas. (Hedges, 2005)

Daugiastrateginių fondų valdytojai atsižvelgdami į rinkos situaciją paskirsto fondo kapitalą tarp skirtingų investavimo strategijų. Šios strategijos naudojimas užtikrina diversifikaciją. Daugiastrateginiai fondai dažniausiai specializuojasi kovertuojamų vertybinių popierių arbitražo, fiksuotų pajamų arbitražo, sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių, ypatingų situacijų ir rizikos arbitražo strategijose. Daugiastrateginio rizikos draudimo fondo personalas suskirstytas į prekybines grupes, kiekviena iš jų specializuojasi įgyvendindama skirtingą strategiją. (Stefanini, 2006)

Rinkos neutralūs rizikos draudimo fondai (taip pat vadinami arbitražiniai, nekryptiniai arba santykinės vertės fondai) ieško arbitražo galimybių tam, kad išnaudotų įvairius kainų nesutapimus. Tokios strategijos yra patrauklios dėl jų žemesnio kintamumo, bet jos reikalauja naudoti didelį svertą tam, kad būtų galima pasipelnyti iš mažų kainos nesutapimų. Rinkos neutralių rizikos draudimo fondų tikslas yra pasiekti teigiamą grąžą nepriklausomai nuo rinkos sąlygų. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Capocci, 2006)

Fiksuotų pajamų arbitražo strategija siekia naudoti iš kainų nesutapimo tarp fiksuotų palūkanų normų vertybinių popierių. Ši kategorija apima palūkanų normų apskaitos arbitražą, vyriausybės obligacijų arbitražą ir vertybinių popierių su nekilnojamojo turto paskolų užstatu arbitražą. Rizikos draudimo fondai uždirba pelną iš arbitražo, ieškodami glaudžiai susijusių vertybinių popierių kainų skirtumo. Pavyzdžiui, jei manoma, kad BBB reitingo obligacijų rizikos premija yra per aukšta lyginant su AAA reitingo obligacijų rizikos premija, tuomet rinkos neutralus

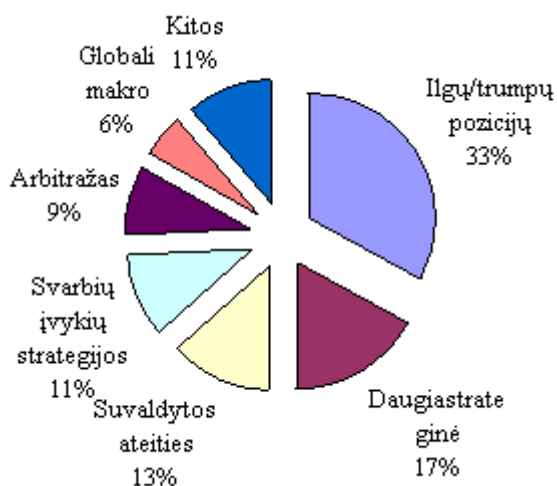
rizikos draudimo fondas pirktų BBB reitingo obligacijas ir parduotų skolintas AAA reitingo obligacijas. Tuo tarpu tik ilgų pozicijų strategiją naudojantis fondas pirktų BBB reitingo obligacijas, tik trumpų pozicijų fondas parduotų skolintas AAA reitingo obligacijas. Visų trijų atvejų efektas būtų kainos skirtumo tarp AAA ir BBB reitingo obligacijų sumažėjimas, taigi ir mažesnio reitingo santykinės rizikos premijos sumažėjimas. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Osterberg, Thomson, 1999)

Igyvendinant *konvertuojamų vertybinių popierių arbitražo* strategiją tuo pačiu metu investuojama į to paties emitento konvertuojamus (ilga pozicija) ir į nekonvertuojamus vertybinius popierius (trumpa pozicija). Strategija skirta generuoti pelną iš fiksuotų pajamų vertybinių popierių, taip pat iš skolintų akcijų pardavimo taip apsisaugojant nuo rinkos judėjimo. Ši strategija paprastai laikoma konservatyvia. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Hedges, 2005)

Neutrali kapitalo rinkos strategija sukurta išnaudoti kapitalo rinkos neefektyvumą. Naudojantis šia strategija tuo pačiu metu portfelyje laikomos tos pačios šalies tokio pačio dydžio ilgos ir trumpos pozicijos. Siekiant padidinti pelną dažnai taikomas skolintų pinigų naudojimas (svertas). (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Taip pat yra ir kitų investavimo strategijų, nepatenkančių į aukščiau pateiktą klasifikaciją. Nuolat kuriamos naujos, unikalios strategijos, darbe analizuojamos tik populiariausios.

F.Edwards ir S.Goan (2003) teigia, kad rizikos draudimo fondai naudoja daug skirtingų investavimo strategijų, bet anot J.Griffin ir J.Xu (2009) net 42 proc. šių fondų (32 proc. jų valdomo turto) paprasčiausiai investuoja naudodami ilgų/trumpų pozicijų strategiją.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal International financial services London, *Hedge Funds 2009, 2009*, p. 5.

4 pav. Rizikos draudimo fondų dažniausiai naudojamos investavimo strategijos

4 pav. matoma, jog daugiausiai rizikos draudimo fondų (33 proc.) naudoja paprasčiausią ilgų/trumpų pozicijų strategiją.

Rizikos draudimo fondų valdytojai, norėdami sėkmingai įgyvendinti strategijas privalo identifikuoti neteisingą turto kainos nustatymą arba numatyti rinkos kryptį, arba atlikti abu šiuos veiksmus. (Edwards, Gaon, 2003)

1 lentelė

Rizikos draudimo fondų strategijų privalumai ir trūkumai

Strategija	Privalumai	Trūkumai
Ilgu/trumpu pozicijų	Gali naudoti vien tik ilgų ar vien tik trumpų pozicijų strategiją - laikas nuo laiko jas keisti, trumpų pozicijų naudojimas suteikia apsidraudimo galimybę. Strategijos grąža daugiausiai priklauso nuo fondo valdytojo pervertintų ir nepakankamai įvertintų akcijų parinkimo įgūdžių.	Koncentruoti investiciniai portfeliai. Gali turėti žymų poveikį tam tikriems sektoriams ar kompanijoms.
Trumpų pozicijų	Pelninga krentančioje rinkoje	Sunku įgyvendinti kylančioje rinkoje. Kai kurių valstybių rinkose skolintų vertybinių popierių pardavimas yra draudžiamas. Didelė rizika.
Globali makro	Investuojama globaliu mastu, plačios investavimo galimybės.	Reikia nuspėti globalias markoekonomines sąlygas, rezultatai priklauso nuo valstybių ekonominių įvykių.
Besivystančių rinkų	Didelės investavimo galimybės, atsirandančios dėl besivystančių rinkų augimo potencialo.	Reikia valdyti valiutos kurso riziką. Daugelyje besivystančių rinkų draudžiamas skolintų vertybinių popierių pardavimas, todėl negalimas apsidraudimas, didėja rizika.
Ypatingų situacijų	Didelis pelningumas.	Didelė rizika. Sėkmingas strategijos įgyvendinimas reikalauja giles analizės.
Rizikos arbitražas	Yra labai didelė galimybė gauti nedidelį pelną ir labai maža galimybė patirti labai didelių nuostolių. Siekiant sumažinti riziką investuojama į kelis susijungimus/įsigijimus vienu metu.	Investavimo rezultatas priklauso tik nuo rizikos, susijusios su sandorio (susijungimo ar įsigijimo) rezultatu. Jeigu perėmimas neįvyksta, patiriami nuostoliai. Naudojamas didelis svertas. Galutinis sandoris gali ilgai neįvykti, taip „išaldomos“ lėšos.
Sunkumų turinčių įmonių VP	Kainos yra žemos (o būsimas pelningumas didelis), nes daugelis investuotojų negali investuoti į sunkumų turinčių įmonių vertybinius popierius.	Fondai šias investicijas paprastai laiko keletą metų, jos yra nelikvidžios.
Aktyvių investuotojų	Dalyvauja įmonės valdyje, siekia priimti sau palankius sprendimus.	Reikia įsigyti daugiau nei 5 proc. kompanijos akcijų.
Sektoriaus fondai	Apsidraudimo galimybė.	Stipri investicijų koncentracija, priklausomumas nuo vieno sektoriaus.
Daugiastrateginė	Diversifikacija.	Kiekvienai strategijai įgyvendinti reikalingas atskiras žmogus, kuris joje specializuojasi.
Fiksuotų pajamų arbitražas	Mažas kintamumas (rizika)	Siekiant uždirbti iš mažų kainų skirtumų naudojamas didelis svertas.
Konvertuojamų VP arbitražas	Mažas kintamumas (rizika).	Siekiant uždirbti iš mažų kainų skirtumų naudojamas didelis svertas.
Neutrali kapitalo rinkos	Mažas kintamumas (rizika).	Siekiant uždirbti iš mažų kainų svyravimų naudojamas didelis svertas.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal GARBARAVIČIUS, T.; DIERICK, F. Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 2005; STEFANINI, F. Investment Strategies of Hedge Funds, 2006; HEDGES, J. Hedges on Hedge Funds. How to successfully analyze and select an investment, 2005.

Apibendrinant galima teigti, jog rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų, nes neprivalo teikti ataskaitų priežiūros institucijoms. Tačiau jų strategijas galima suskirstyti į tris tipus: kryptines, nekryptines, bei svarbių įvykių strategijas. Išnagrinėję

investavimo strategijas matome, jog rizikos draudimo fondų rezultatai labai priklauso nuo valdytojų įgūdžių, jo sugebėjimo parinkti tinkamas investicijas, taip pat dažniausiai strategijos reikalauja aktyvaus valdymo.

1.3. Rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų palyginimas

Iš pirmo žvilgsnio rizikos draudimo fondai atrodo panašūs į investicinius fondus. Abu sutelkia investuoti skiriamas lėšas į vieną vietą. Tačiau skirtumai tarp šių fondų yra dideli.

Rizikos draudimo fondai egzistuoja kaip skirtingos investavimo priemonės, nes jie yra atleisti nuo daugelio įstatymų ir taisyklių, kurios riboja kitų investicinių institucijų veiklą. Priešingai nei rizikos draudimo fondai, investiciniai fondai privalo laikytis nustatytos investavimo strategijos, išlaikyti likvidumą, kad investuotojai galėtų susigrąžinti savo pinigus bet kuriuo metu, turi teikti ataskaitas. (Schneider, Ryan, 2009; Edwards, Gaon, 2003)

Pasak S.Garmhausen (2007) vienas iš svarbiausių skirtumų tarp rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų yra tas, kad rizikos draudimo fondai gali naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimą, dėl kurio uždirbamas pelnas iš akcijų kainų kritimo.

Lyginant šių skirtingų tipų fondų pelningumą, kaip teigia J.Rodriguez-Mancilla ir W.Ziemba (2007), rizikos draudimo fondai nuolat aplenkia investicinius fondus.

Investicinių fondų veiklos rezultatai vertinami pagal gairę (dažniausiai tam naudojamas rinką atspindintis indeksas, pavyzdžiui S&P 500), todėl jų veiklos rezultatus galima vadinti santykiniais. Tuo tarpu rizikos draudimo fondai siekia garantuoti absoliučią grąžą bet kokiomis rinkos sąlygomis, netgi tuomet, kai rinkos indeksų vertė krenta. Tai reiškia, kad rizikos draudimo fondai neturi jokių gairių. Investiciniai fondai negali apsisaugoti nuo krentančių kainų finansų rinkose, o rizikos draudimo fondai gali įgyvendinti skirtingas apsidraudimo strategijas ir netgi nuosmukio laikotarpiu uždirbti pelną. Skolintų vertybinių popierių pardavimas rizikos draudimo fondų valdytojams suteikia daug investavimo galimybių. Investicinių fondų būsimas pelnas priklauso nuo rinkos krypties, o tuo tarpu rizikos draudimo fondų veiklos rezultatai turi labai žemą koreliaciją su finansų rinkomis. (Stefanini, 2006)

Taip pat labai svarbūs reguliavimo skirtumai. Investiciniai fondai yra reguliuojami ir prižiūrimi priežiūros institucijų, privalo laikytis portfelio sudarymo taisyklių ir naudoti tik leidžiamus finansinius instrumentus. Taip pat keliami reikalavimai kapitalo pakankamumui. Rizikos draudimo fondai nesusiduria su griežtu reguliavimu, jiems nėra apribotas finansinių instrumentų pasirinkimas. (Stefanini, 2006)

Į investicinį fondą investicijos priimamos arba gali būti atsiimamos investuotojui pareikalavus, o rizikos draudimo fonde sandoriai leidžiami tik kas mėnesį ar kas ketvirtį. Be to, šie

fondai gali nustatyti ilgesnį periodą, kuriam nepasibaigus negalima atsiimti investicijų. (McCrary, 2002)

Kitas skiriamasis rizikos draudimo fondų bruožas yra atlyginimo struktūra. Tipišku atveju ji apima du komponentus. Pirmasis komponentas yra valdytojų atlyginimas, skaičiuojamas kaip procentas nuo valdomo turto, paprastai apie 1-2 proc. kasmet. Tai panašu į investicinių fondų atlyginimo struktūrą. Antrasis komponentas, skatinamasis atlyginimas, yra susijęs su veiklos rezultatais. Paprastai jis yra svarbiausias fondo valdytojo pajamų šaltinis. Dažniausiai jis yra 10 proc. – 20 proc. nuo metinio pelningumo, viršijančio tam tikrą rodiklį, pavyzdžiui išdo vekselių pelningumą. Skatinamasis atlyginimas paprastai negali būti neigiamas, bet gali būti naudojama „vandens ženklo“ sąlyga, pagal kurią ankstesni nuostoliai turi būti kompensuoti ir tik tada gali būti mokamas skatinamasis atlyginimas. Antrasis atlyginimo komponentas aiškiai išskiria rizikos draudimo fondus iš investicinių fondų sektoriaus, kuriame skatinamasis atlyginimas mokamas labai retai. Šis atlyginimas duoda stiprią paskatą uždirbti daugiau nei duotas rodiklis. (Le Moigne, Savaria, 2006; Kouwenberg, Ziemba, 2007)

Tik nedaugelis investicinių fondų, siekdami padidinti investicijų grąžą, naudoja svertą. Investicinių fondų svertas paprastai neviršija 2:1. Nors ne visi rizikos draudimo fondai naudoja svertą, tačiau jie yra tik išimtis. Paprastai rizikos draudimo fondų svertas svyruoja nuo 2:1 iki 10:1, bet gali būti ir žymiai aukštesnis (100:1 ar daugiau). Didžiausias svertas dažniausiai naudojamas mažiausiai rizikingam turtui. (McCrary, 2002)

Rizikos draudimo fondai kuria kitokią investavimo kultūrą, - paprastai jie yra mažos įmonės, kuriose investavimo sprendimus priima vienas ar du žmonės. Rizikos draudimo fondų kultūra yra dalis „mažesnis yra geriau“ kultūros. Be to, valdytojas nėra paprasčiausiai samdomas, investuotojai ir fondo valdytojas tampa partneriais. Investiciniai fondai gali priimti investicijas iš daug smulkių investuotojų, o rizikos draudimo fondai priima nedidelio skaičiaus stambių investuotojų lėšas. (Jaeger, 2003)

2 lentelėje palyginamos rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų charakteristikos.

2 lentelė

Rizikos draudimo fondų ir investicinių fondų charakteristikų palyginimas

	Rizikos draudimo fondai	Investiciniai fondai
Reguliavimas	Nereguliuojamos privačių investicijų priemonės.	Reguliuojami.
Fondo tikslas	Absoliuti grąža.	Santykinė grąža.
Investuotojai	Investuotojai privalo būti akredituoti; fondai sudaromi kaip ribotos partnerystės, turinčios mažiau nei 500 investuotojų.	Viešai prieinami; investuotojų, galinčių pirkti fondo akcijas, skaičius neribojamas.
Minimali investicija	Dažniausiai 1 mln. JAV dolerių.	Paprastai nedidelė suma, kai kurie netaiko minimalių reikalavimų.
Strategijos	Neribojamos. Tipinis bruožas – sverto ir skolintų vertybinių popierių pardavimo naudojimas. Gali naudoti daugybę investavimo strategijų.	Ribojamos. Privalo laikytis nustatytos investavimo strategijos. Negali naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimo, ribojamas sverto naudojimas.

	Rizikos draudimo fondai	Investiciniai fondai
Atlyginimas	1-2 proc. nuo fondo valdomo turto + skatinamasis atlyginimas, paremtas fondo pasiektais rezultatais (dažniausiai 20 proc. uždirbto pelno, viršijančio tam tikrą rodiklį).	Dažniausiai 1-2 proc. nuo fondo valdomo turto. Skatinamieji atlyginimai mokami labai retai.
Likvidumas	Galimas investuotojų lėšų iššaldymas nuo keleto mėnesių iki kelių metų.	Investuotojai gali atsiamti pinigus bet kurio metu.
Reklama	Draudžiama reklamuotis.	Leidžiama reklamuotis.
Diversifikavimas	Nėra apriboti diversifikavimo reikalavimais.	Privalo laikytis diversifikavimo reikalavimų.
Finansinis turtas	Nėra apribotas finansinis turtas, kurį jie gali įsigyti – gali įsigyti ir išvestinius finansinius instrumentus.	Ribojamas kai kurių finansinių instrumentų naudojimas.
Pirminis pelningumo ir rizikos šaltinis	Strategija ir fondo valdytojas.	Rinka.
Verslo santykiai	Valdytojas ir klientai investuoja kaip partneriai.	Valdytojas yra klientų samdinys

Šaltinis: sudaryta autorės pagal GARMHAUSEN, S. Taking the Mystery out of Hedge Funds, 2007; SCHNEIDER, M.; RYAN, L. A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?, 2009; EDWARDS, F.; GAON, S. Hedge funds: what do we know?, 2003; OSTERBERG, W.; THOMSON, J. Truth about Hedge Funds, 1999; ACKERMANN, C.; MCENALLY, R.; RAVENSCHRAFT, D. The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, 1999; JAEGER, R. All about hedge funds, 2003.

Investiciniai fondai yra reguliuojami, bet visiems prieinami, neribojamas investuotojų skaičius, minimalios reikalaujamos investicijos nedidelės arba netgi nėra minimalių reikalavimų, tuo tarpu rizikos draudimo fondai nėra viešai prieinami, akredituotų investuotojų skaičius taip pat neribojamas, bet siekiant laikytis viešo siūlymo draudimo paprastai investuotojų skaičius ribojamas iki 500, reikalauja didelės pradinės investicijos (dažniausiai 1 mln. JAV dolerių). Investiciniai fondai susiduria su investavimo strategijų ribojimu, negali keisti pasirinktos strategijos, negali naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimo, o rizikos draudimo fondai gali laisvai pasirinkti ir keisti strategiją, gali naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimą, taip pat turėti didelę įsiskolinimų dalį visame kapitale. Skiriasi ir šių fondų valdytojams mokamo atlyginimo struktūra. Abiejų tipų fondų valdytojai gauna 1-2 proc. nuo fondo valdomo turto, tačiau rizikos draudimo fondų valdytojai dar gauna skatinamąjį atlyginimą, kuris priklauso nuo fondo pasiektų rezultatų ir dažniausiai yra 20 proc. uždirbto pelno, viršijančio tam tikrą rodiklį (pvz. išdo vekselių pelningumą). Investiciniams fondams būdingi neribojami pinigų atsiėmimai, tuo tarpu rizikos draudimo fondai gali apriboti pinigų atsiėmimą nuo keleto mėnesių iki kelių metų. Kitas skirtumas yra reklama – reklamuotis leidžiama tik investiciniams fondams, tačiau rizikos draudimo fondai naudoja paslėptą reklamą – kuria savo internetinius puslapius, kuriuose skelbia naudojamą strategiją, valdomo turto dydį, fondų valdytojai rašo knygas. Tik investiciniai fondai apriboti diversifikavimo reikalavimais, bei jiems yra ribojamas kai kurių finansinių instrumentų įsigijimas. Rizikos draudimo fondų pirminis pelningumo šaltinis yra fondo valdytojo veiksmai bei jo pasirinkta investavimo strategija, o investicinių fondų grąža pirmiausiai priklauso nuo rinkos situacijos. Rizikos draudimo fondai yra rizikingesni, tačiau ir pelningesni nei investiciniai fondai.

2. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ VAIDMUO FINANSŲ RINKOSE

Šioje darbo dalyje apžvelgiamos rizikos draudimo fondų skaičiaus kitimo tendencijos, nagrinėjama teigiama ir neigiama šių fondų įtaka finansų rinkoms, analizuojami atlikti tyrimai, kurie siekė išsiaiškinti ryšį tarp rizikos draudimo fondų grąžos ir finansų rinkų veiklos rezultatų.

2.1. Rizikos draudimo fondų veiklos finansų rinkose istorija

1949 m. Alfred Winslow Jones įkurtas pirmasis rizikos draudimo fondas vis dar veikė 1960 m. ir įkvėpė kitus kurti tokius pačius fondus. Securities and Exchange Commission (SEC) paskelbė, kad 1968 m. buvo 140 veikiančių rizikos draudimo fondų. (Connor, Woo, 2003)

Akcijų rinkos bumai prasidėjo 1969 m. ir rizikos draudimo fondai, kurie tuo metu daugiausiai naudojo ilgų/trumpų pozicijų investavimo strategiją, gavo prastesnius rezultatus nei visa rinka. Siekiant pasipelninti iš kylančios rinkos, rizikos draudimo fondų valdytojai keitė investavimo strategiją. Jų fondai tapo kryptiniai, nebenaudojama ilgų/trumpų pozicijų strategijos apsidraudimo galimybė. Vietoj to naudojama svertinė ilgų pozicijų strategija. Per vėliau buvusią meškų rinką 1972 – 1974 m. S&P 500 indeksas sumažėjo trečdaliu ir rizikos draudimo fondai patyrė didelių nuostolių. Daugelis šių fondų pasitraukė iš rinkos, rizikos draudimo fondai nebebuvo populiarūs ateinančius 10 metų. 1984 m. tyrimo duomenimis veikė tik 68 rizikos draudimo fondai. (Connor, Woo, 2003)

Svertinė ilgų pozicijų strategija garantavo didelį pelningumą tik kylant akcijų rinkoms, o pasikeitus situacijai dėl didelio svarto nesugebėjo prisitaikyti prie pasikeitusios situacijos ir buvo priversti krentant akcijų kainoms skubiai jas parduoti.

Rizikos draudimo fondų atgimimas 1985 m. sietinas su Julian Robertson *Tiger Fund*. Šis fondas buvo globalus makro fondas ir darė svertines investicijas į vertybinius popierius ir valiutas, paremtas globalių makroekonominių ir politinių sąlygų vertinimu. *Tiger Fund* vidutinė metinė grąža buvo 43 proc. Rizikos draudimo fondais vėl pradėta žavėtis dėl jų pelningumo ir kaltinti dėl galimos įtakos destabilizuojant pasaulines finansines rinkas. 1992 m., per Europos valiutų kursų mechanizmo krizę, George Soros rizikos draudimo fondas *Quantum Fund* uždirbo daugiau nei milijardą JAV dolerių pardavinėdamas skolintą Didžiosios Britanijos valiutą. Tokios išpūdingos sėkmės istorijos padidina rizikos draudimo fondų patrauklumą ir kartu suteikia reputaciją, kad jie pelnosi iš finansų rinkų nestabilumo ir daro jam įtaką. (Connor, Woo, 2003). D. Britanija padidino bazinės palūkanų normas, tačiau tai neišgelbėjo valiutos, nes pasibaigė rezervai. 1997 m. rizikos draudimo fondai buvo apkaltinti privertę Tailandą, Pietų Korėją ir Malaiziją devaluoti valiutą. (Chapman, 2010). Fondai ieško investavimo galimybių, identifikuoja neteisingą kainos nustatymą,

dėl neribojamų investavimo strategijų ir didelio turto kiekio gali daryti įtaką tam tikroms rinkoms, šalims ar kompanijoms. M.Stromqvist (2009) teigia, jog minėtų valstybių valiutos buvo pervertintos, rizikos draudimo fondai tik pagreitino nuvertėjimo procesą.

1998 m. George Soros *Quantum Fund* prarado 2 milijardus JAV dolerių per Rusijos krizę. Robertson *Tiger Fund* nesėkmingai investavo tikėdamasis jos nuvertėjimo lyginant su JAV doleriu ir prarado daugiau nei 2 milijardus JAV dolerių. *Quantum Fund* ir *Tiger Fund* yra pavyzdys, kai dideli fondų nuostoliai nesukelia sisteminių pasekmių. (Connor, Woo, 2003; Ferguson, Laster, 2007)

Rizikos draudimo fondai siūlo aukštą pelningumą, bet kartu ir didelę riziką, investuojantys į šiuos fondus turi būti pasiruošę praradimams, fondų nuostoliai nėra išorės rūpestis. Tačiau 1998 m. įvykiai parodė, jog taip yra ne visuomet. Long-Term Capital Management (LTCM) žlugimas 1998 m. buvo didžiausias rizikos draudimo fondų šakos sukrėtimas. LTCM buvo įkurtas 1994 m. ir išgarsėjo dėl savo slaptos strategijos, kaip buvo manoma, panaikinančios visą rinkos riziką. Fondo veiklos rezultatai 1994-1996 m. buvo labai geri. Nuo 1997 m. fondas pradėjo prarasti pinigus, o 1998 m. investavo į Rusijos obligacijas. 1998 m. rugpjūtį įvyko Rusijos skolos krizė – ji atsisakė vykdyti įsipareigojimus. Dėl Rusijos krizės LTCM prarado 90 proc. savo vertės ir patyrė likvidumo krizę.

LTCM žlugimo metu buvo reikalingas vyriausybės įsikišimas. Buvo susirūpinta dėl sisteminės rizikos pasaulio finansinėms rinkoms. Kad būtų išvengta bankroto, kad nebūtų neįvykdyti milijardų dolerių vertės įsipareigojimai bei nepasireikštų galimas pasaulinis finansų rinkų destabilizavimas, LTCM buvo suteiktas pagalbiniis kreditas. Nuo 1995 – 1997 m. LTCM vidutinis metinis pelningumas buvo 33,7 proc. 1998 m. pradžioje LTCM balanse buvo nurodoma 120 mlrd. JAV dolerių (nuosavas kapitalas tik 4,8 mlrd. JAV dolerių). Naudojamas svertas buvo ypač aukštas ($120/4,8 = 25$). Pasak J.Pejman (2009) svertas siekė 30. LTCM daug lėšų buvo pasiskolinęs iš vietinių ir užsienio finansinių institucijų. Bankai skolindavo, nes šis fondas visada pasiekdavo gerų rezultatų. Be to, savo investicijas fondas papildė išvestiniais finansiniais instrumentais, taip padidindamas bendrą poveikį fondo kreditoriams. Jeigu fondas būtų mėginęs likviduoti investicijas neramiomis rinkos sąlygomis, to rezultatas galėjo būti stiprus kainų kritimas ir didelis kintamumas, kuris būtų paveikęs su LTCM nesusijusias įmones. (Connor, Woo, 2003; Pejman, 2009; Jickling, 2007)

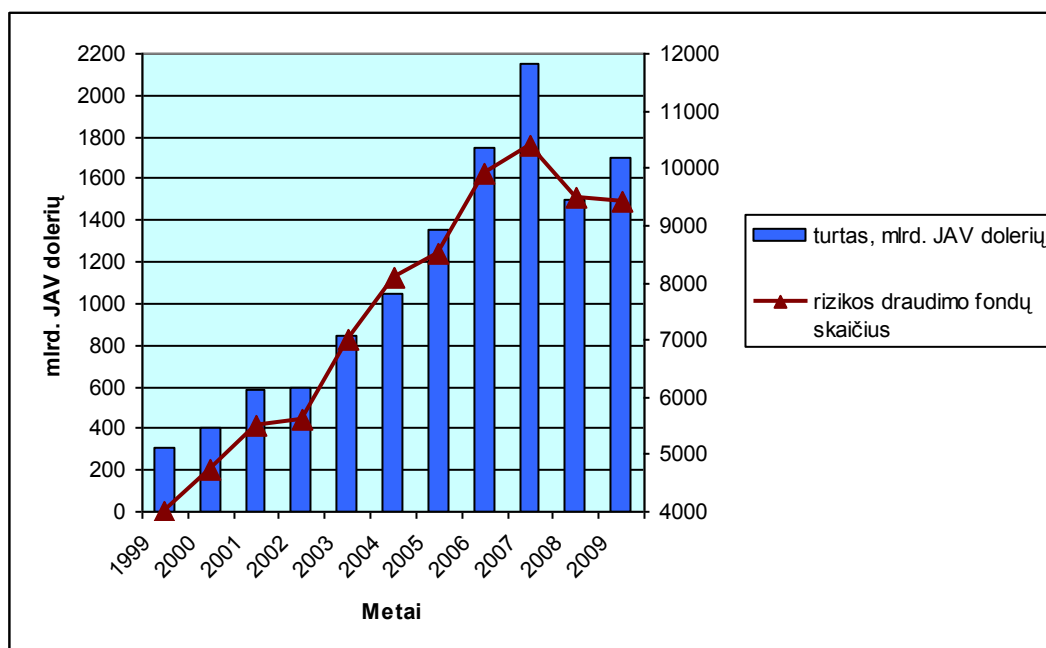
Tik po LTCM žlugimo pradėta rimtai žiūrėti į rizikos draudimo fondų įtaką finansų rinkoms. (Rodriguez-Mancilla, Ziemba, 2007)

Rusijos krizės ir LTCM nuosmukio pasekmė buvo rizikos draudimo fondų šakos augimo sumažėjimas. 1998 m. daugiau fondų išnyko ir mažiau buvo įkurtų nei per visą XX a. dešimtą dešimtmetį. (Connor, Woo, 2003)

Rizikos draudimo fondų skaičius pradėjo sparčiai didėti nuo 2002 metų dot.com akcijų burbulo sprogo, kai investiciniai fondai vidutiniškai prarado 20 proc. savo vertės. Tuomet daugelį investuotojų patraukė rizikos draudimo fondų žema koreliacija su rinkos indeksais ir jų gebėjimas aplenkti rinką, ypač nuosmukio laikotarpiais. Nuo dot.com krizės kai kuriose akcijų rinkose rizikos draudimo fondų prekybos apimtys siekė nuo ketvirtadalio iki pusės dienos prekybos apimtys. (Schneider, Ryan, 2009)

Rizikos draudimo fondų valdomas turtas pastarąjį dešimtmetį didėjo labai greitu tempu dėl jų sėkmės tiek kylančiose, tiek krentančiose rinkose. (Ding, Shawky, Tian, 2008)

2007-2008 m. finansinės krizės metai stipriai sumažino rizikos draudimo fondų skaičių ir jų valdomą turtą. 5 pav. pateiktas rizikos draudimo fondų valdomų aktyvų portfelio dydis nuo 1999 m. iki 2009 m. (mlrd. JAV dolerių). Matoma, jog nuo 1999 m. iki 2007 m. didėjo tiek rizikos draudimo fondų valdomo turto dydis, tiek jų skaičius, didžiausiais reikšmes įgydami 2007 m., o 2008 m. sekė staigus sumažėjimas. 2009 m. jau pastebimas rizikos draudimo fondų atsigavimas – tačiau didėja tik jų valdomas turtas, o fondų skaičius išliko beveik toks pat kaip ir 2008 m.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal International Financial Services London (2009) *Hedge Funds 2009*; International Financial Services London (2010) *Hedge Funds 2010*.

5 pav. Rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomo finansinių aktyvų portfelio dydis

Rizikos draudimo fondai yra atleisti nuo daugelio ataskaitų teikimo reikalavimų, kurie taikomi kitiems instituciniams investuotojams, todėl sunku gauti tikslią informaciją apie šį segmentą. Informacija apie pelningumą, riziką, valdomo turto dydį ir atlyginimo struktūrą dažniausiai yra viešai neprieinama. Kadangi rizikos draudimo fondai neteikia finansinių duomenų jokiai priežiūros institucijai, tikslus egzistuojančių fondų skaičius ir jų valdomas turtas gali būti tik apytikriai įvertintas. (Harmes, 2002; Liang, 2000; Osterberg, Thomson, 1999)

Dėl išvestinių finansinių instrumentų naudojimo rizikos draudimo fondai, investuodami mažai savų pinigų, turi galimybę valdyti dideles investicijų sumas. Niekas tiksliai nežino, kokią rinkos dalį kontroliuoja rizikos draudimo fondai, bet pagal Credit Suisse šie fondai kontroliuoja pusę apyvartos Niujorko ir Londono akcijų biržose. (Anderson, 2007)

		Akcijų kainų kilimas	Akcijų kainų kritimas				dot.com akcijų burbulų sprogdimas	Finansinė krizė
1949 m.	1968 m.	1969 m.	1972-1974 m.	1984 m.	1985 m.	1998 m.	2002 m.	2007-2008 m.
Alfred Winslow Jones fondas	140 rizikos draudimo fondų	Rizikos draudimo fondai naudojo ilgų/trumpų pozicijų investavimo strategiją. Gavo prastesnius rezultatus nei visa rinka. Keitė strategiją į svertinę ilgų pozicijų.	Rizikos draudimo fondai, naudodami svertinę ilgų pozicijų strategiją patyrė didelių nuostolių. Daug fondų pasitraukė iš rinkos.	68 rizikos draudimo fondai	Rizikos draudimo fondų atgimimas <i>Tiger Fund</i>	LTCM žlugimas	Investuotojus patraukė rizikos draudimo fondų žema koreliacija su rinkos indeksais ir jų gebėjimas aplenkti rinką, ypač ypatingai nuosmukio laikotarpiais.	Sumažėjo rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomas turtas.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal CONNOR, G.; WOO, M. An introduction to hedge funds, 2003; SCHNEIDER, M.; RYAN, L. A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?, 2009; JICKLING, M. Hedge Funds: Should They be Regulated?, 2007.

6 pav. Rizikos draudimo fondų skaičiaus kitimas 1949-2008 m.

Nuo pirmojo rizikos draudimo fondo įkūrimo 1949 m. iki šių dienų buvo ir pakilimų, ir nuosmukių. Pirmasis rizikos draudimo fondų šakos sumažėjimas prasidėjo 1969 m. ir tik 1985 m. šie fondai vėl tapo populiarūs. Tačiau 1998 m. prasidėjo šakos augimo sumažėjimas, o 2002 m. rizikos draudimo fondų skaičius vėl pradėjo didėti ir jų vaidmuo bei įtaka finansų rinkoms nuolat didėja. Tai ypač atsiskleidė per 2007-2008 m. finansinę krizę. Šiuo laikotarpiu pirmą kartą žymiai sumažėjo rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomas finansinių aktyvų portfelis (5 pav.).

Išanalizavus rizikos draudimo fondų veiklą nuo 1949 m. iki šių dienų, matoma, jog šie fondai keičia investavimo strategijas pagal rinkos sąlygas, bei patiria didelių finansinių nuostolių rinkai pakeitus kryptį, arba dėl vieno sektoriaus nesėkmės, - tai galima paaiškinti tuo, jog šie fondai linkę laikyti nediversifikuotus (koncentruotus) portfelius bei dažniausiai turi didelį išskolinimo koeficientą. Tai yra pagrindiniai veiksniai, per kuriuos rizikos draudimo fondai gali daryti neigiamą įtaką finansų rinkoms. Kitame skyrelyje plačiau analizuojama šių fondų daroma neigiama, o taip pat ir teigiama įtaka finansų rinkoms.

2.2. Teigiami ir neigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms

Rizikos draudimo fondų indėlis finansų rinkoms yra labai reikšmingas, nes jie neretai prisiima alternatyvų požiūrį į rinką, gali turėti didelį išskolinimo koeficientą ir keisti portfelio struktūrą daug dažniau nei tradiciniai fondai. Jų įtaka finansų rinkoms stiprėja dėl aktyvaus vaidmens. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Prie teigiamų šių fondų veiklos poveikių finansų rinkoms priskiriama tai, jog rizikos draudimo fondai, siekdami rinkoje prisiimti palyginus daug rizikos, padidina likvidumą ir mažina sisteminę riziką. Šie fondai rinkose dažnai veikia kaip „rizikos sugėrėjai“. (Becker, Doherty-Minicozzi, 2000)

Rizikos draudimo fondų vadybininkai dėl savo prekybos technologijų, paremtų gilia rinkos analize, padeda atskleisti efektyvias finansinių instrumentų rinkos kainas. Jie klesti dėl finansinių instrumentų nepakankamo įvertinimo naudodami arbitražą – pasipelnędami iš kainų skirtumo skirtingose rinkose. Šiuo būdu padeda atskleisti tikrąją finansinių instrumentų kainą. Taip pat vykdydami tokius sandorius rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos. Be šios rizikos draudimo fondų veiklos rinkose egzistuočių dideli kainų skirtumai, tai lemtų kainų neefektyvumą ir mažintų likvidumą. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Becker, Doherty-Minicozzi, 2000)

Rizikos draudimo fondai investuoja į naujas ir dažnai neturinčias pakankamai apyvartinių lėšų rinkas. Tai didina likvidumą netradicinėse rinkose. (Martin, 2008)

Rizikos draudimo fondai linkę prisiimti didelę riziką. Dažniausiai tai būna jaunose ir sudėtingose rinkose, kur sunku įvertinti riziką, tačiau čia rizikos draudimo fondai turi konkurencinį pranašumą dėl savo naudojamų modelių. Vienas iš tokių rinkų pavyzdžių yra kredito išvestinių instrumentų rinka. Labiau reguliuojamos finansinės institucijos neprisiima tokios didelės rizikos. Rizikos draudimo fondai, kaip aktyvūs rinkos dalyviai, prisideda prie tobulesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo ir padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Rizikos draudimo fondų veikla gali paskatinti žemesnę rinkos kintamumą, nes jie yra mažiau linkę dalyvauti „momentinėje prekyboje“ – pirkti kylančiose rinkose ir parduoti krentančiose. Kitas veiksnys, galintis paremti šį argumentą yra tai, kad rizikos draudimo fondai rizikuoja savo kapitalu esant nepastovioms rinkos sąlygoms, taigi taip sušvelninami rinkos šokai. Dėl šių fondų galimybės naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimą jie veikia kaip atsvara minios instinktui. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Teigiamas rizikos draudimo fondų poveikis finansų rinkoms

Rizikos draudimo fondo ypatybė	Teigiamas poveikis finansų rinkoms
Aktyvus vaidmuo	prisideda prie tobulesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo
Prisiima daug rizikos	didina likvidumą mažina sistemine riziką
Aktyviai analizuoja rinkas	padeda atskleisti efektyvias finansinių instrumentų kainas, prisideda prie finansų rinkų integracijos, didėja likvidumas
Investuoja į jaunas ir neturinčias pakankamai apyvartinių lėšų rinkas	didėja likvidumas netradicinėse rinkose
Mažiau linkę dalyvauti momentinėje prekyboje	skatina mažesnę rinkos kintamumą
Rizikuoja savo kapitalu nepastoviomis rinkos sąlygomis	sušvelninami rinkos šokai
Naudoja skolintų vertybinių popierių pardavimą	veikia kaip atsvara minios elgesiui

Šaltinis: sudaryta autorės pagal GARBARAVIČIUS, T.; DIERICK, F. Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 2005; BECKER, B.; DOHERY-MINICOZZI, C. Hedge Funds in Global Financial Markets, 2000; MARTIN, E. The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act, 2008.

3 lentelėje apibendrintai pateikiami teigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms. Matoma, jog rizikos draudimo fondai, aktyviai analizuodami rinkas, padeda atskleisti efektyvias finansinių instrumentų kainas, prisideda prie finansų rinkų integracijos, taip didėja likvidumas. Investuodami į jaunas rinkas, didina jų likvidumą. Dėl rizikos draudimo fondų veiklos gali mažėti rinkos kintamumas, nes jie labiau linkę rizikuoti savo kapitalu, dėl to mažiau linkę dalyvauti momentinėje prekyboje, dažniau nepasiduoda minios instinktui.

Rizikos draudimo fondai sparčiai auga ir užima vis didesnę dalį turto valdymo rinkos. Taip pat jų svarba padidėja dėl aktyvaus vaidmens finansų rinkose. Dėl to rizikos draudimo fondai sulaukia daug dėmesio iš vyriausybių ir finansinių bendruomenių, tai taip pat susiję ir su dideliu neapibrėžtumo lygiu, susijusiu su neatskleista jų įtaka finansiniam stabilumui. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Finansų sistemos stabilumas susijęs su efektyvumu, kai sutaupytos lėšos gali būti saugiai investuojamos gaunant didelę grąžą. (Kambhu, Schuermann, Stiroh, 2007). Pažeidus finansų sistemos stabilumą, įvyksta finansinė krizė. Finansinės krizės terminas naudojamas, kai finansinės institucijos arba investicijos staiga praranda didžiąją dalį savo vertės. (Dzikevičius, Zamzickas, 2009)

Kadangi rizikos draudimo fondai yra nereguliuojami, niekam neatskaitingi, gali vykdyti veiklą pagal savo nuožiūrą. Tipinis rizikos draudimo fondo bruožas – didelė rizika ir svarto naudojimas – investuojami skolinti pinigai. Kylant akcijų kainoms, šie fondai rinkoje investuoja dideles sumas tikėdamiesi pelno. Investuojami dideli kiekiai skolintų pinigų, nes esant žemoms palūkanų normoms pasiskolinti nėra brangu. Bet kai tik palūkanų norma pradeda kilti, jie turi staigiai parduoti akcijas, taip stipriai sumažindami akcijų kainą rinkoje ir pažeisdami finansinį stabilumą. (Bush, 2006)

Dažniausiai neigiama rizikos draudimo fondų įtaka pasireiškia trumpalaikė jų investavimo perspektyva. Tai sukelia problemų įmonių valdymui, finansų rinkų skaidrumui, stabilumui ir net ekonomikos plėtrai. Toks fondų požiūris yra visiškai nesuderinamas su ekonomikos poreikiais. O šie poreikiai – tai pirmiausia ilgalaikės investicijos, užtikrinančios didesnę ekonomikos konkurencingumą, aukštesnę užimtumą ir spartesnę plėtrą. (Jasienė, Laurinavičius, 2008)

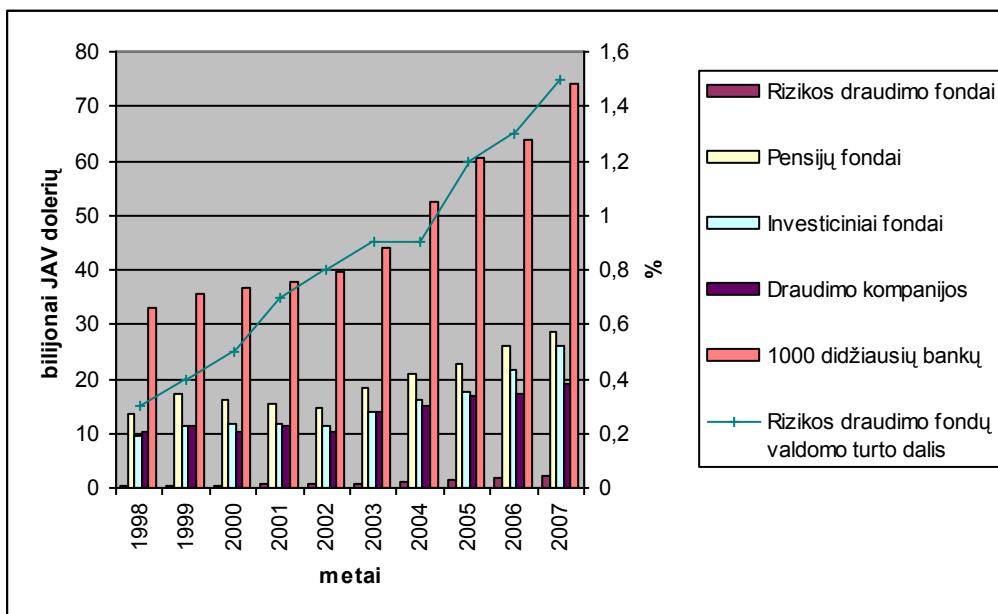
Įdomu tai, kad į šiuos rizikingus fondus investuoja ir pensijų fondai, - didžiausi instituciniai investuotojai, kurie investuoja pensijoms skirtus pinigus. (Jonna, 2008)

Anot A.Tobias (2007), nors rizikos draudimo fondai yra svarbūs likvidumo aprūpintojai normaliomis rinkos sąlygomis, jų naudojamas svertas kelia nerimą dėl jų likvidumo įtemptų laikotarpių metu. Long-Term Capital Management (LTCM) žlugimas 1998 m. patvirtina nuogastavimus, kad dideli rizikos draudimo fondų nuostoliai pažeidžia visos finansų sistemos stabilumą. Tai įvyksta per jų įtaką finansų rinkoms ir finansų institucijoms.

Lemiamas šių fondų rizikos veiksnys yra skirtingų fondų prekiavimo strategijų panašumas. Panašios strategijos gali padidinti riziką, kai fondai turi uždaryti panašias pozicijas reaguojant į bendrą šoką. (Tobias, 2007)

Anot P.Jonna (2008) kita diskusijų banga kilo 2007 m. sužlugus keliems rizikos draudimo fondams, kurie buvo įsitraukę į JAV antrinių būsto paskolų rinką. 2007 – 2008 m. finansinė krizė prasidėjo JAV antrarūšių paskolų segmente ir yra susijusi su išvestiniais vertybiniais popieriais – vertybiniais popieriais su nekilnojamojo turto paskolų užstatu (angl. Mortgage-Backed Securities, MBS). Rizikos draudimo fondai aktyviai prekavo šiais vertybiniais popieriais. Rizikos draudimo fondai kuria finansines inovacijas, jie išplėtojo tokius investicinius instrumentus ir paslaugas kaip skolintų vertybinių popierių pardavimas, rinkos neutralios strategijos, žaliavų ir egzotinės investicijos. Finansinės inovacijos suteikia daugiau investavimo alternatyvų, tačiau gali būti pavojingos finansų sistemai kaip CDO (collateralised debt obligations) ir CDS (credit default swaps), kurios 2007-2008 m. turėjo įtakos dideliems bankų ir draudimo sektorių nuostoliams. (Bianchi, Drew, 2010)

Vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas gali sukelti sisteminę riziką tiesiogiai, darydami žalą svarbioms finansinėms institucijoms, arba netiesiogiai, didindami rinkos kintamumą ir sukeldami likvidumo šokus svarbiose rinkose. Nors sisteminės rizikos grėsmė iš rizikos draudimo fondų sektoriaus yra vertinama kaip nedidelė, bet galimi tokių šokų nuostoliai gali padidėti dėl to, jog rizikos draudimo fondai veikia viso pasaulio rinkose, yra stipriai susiję su globalia finansine sistema. (King, Maier, 2007)



Šaltinis: sudaryta autorės pagal BIANCHI, R.; DREW, M. Hedge Fund Regulation and Systemic Risk, 2010, p. 18.

7 pav. Rizikos draudimo fondų dydis, lyginant su kitais rinkos dalyviais

7 pav. pavaizduota rizikos draudimo fondų valdomo turto dinamika 1998-2007 m. neįvertinant skolintų lėšų naudojimo, taigi valdomas finansinių aktyvų dydis yra žymiai didesnis. Taip pat matoma, jog nuolat didėja rizikos draudimo fondų valdomo turto dalis. Rizikos draudimo fondai valdo maždaug vieną procentą visų finansinių išteklių. Nors rizikos draudimo fondai yra santykinai maži, jie gali dominuoti rinkoje dėl savo aktyvaus vaidmens. M.King, P.Maier, (2007) teigia, kad rizikos draudimo fondai reprezentuoja 25 proc. aukšto pelningumo skolų apyvartoje, 60 proc. kredito išvestinių finansinių instrumentų apyvartoje, 45 proc. sunkumų turinčių įmonių ir besivystančių rinkų skolos vertybinių popierių apyvartoje. Vien tik dydis nėra pakankamas įrodymas atmesti rizikos draudimo fondų galimybę sukelti sisteminę riziką. Anot J.Chapman (2010), 2007 m. duomenimis, rizikos draudimo fondams buvo priskiriama 40-50 proc. prekybos Niujorko ir Londono akcijų biržose. Rizikos draudimo fondai yra 20 – 30 kartų aktyvesni nei investiciniai fondai, jie yra linkę spekuliuoti, o ne investuoti. Spekulantų, o ne ilgalaikių investuotojų dominavimas finansų rinkose gali būti tikrai neigiamas reiškinys. (Chapman, 2010)

Nėra pakankamai duomenų, atskleidžiančių, kiek rizikos draudimo fondų bankrutoja. Dauguma tyrimų remiasi Lipper TASS duomenų bazės duomenimis – kiek rizikos draudimo fondų nustojo teikti savo veiklos rezultatus. Remiantis šiais tyrimais, vidutinis rizikos draudimo veiklos laikas yra 40 mėnesių. Mažiau nei 15 proc. veikia ilgiau nei šešerius metus, 60 proc. nutraukia veiklą per trejus metus. Nuo 1999 m. iki 2005 m. 2187 rizikos draudimo fondai nustojo teikti informaciją Lipper TASS duomenų bazei, ir nei vienas jų nesukėlė finansinės krizės. (King, Maier, 2007) Tačiau šie duomenys negali būti visiškai tikslūs, nes rizikos draudimo fondams nėra privaloma teikti duomenis, todėl duomenų teikimo nutrūkimas nebūtinai reiškia, jog rizikos

draudimo fondas pasitraukė iš veiklos. Anot R.Bianchi, M.Drew (2010), empiriniai tyrimai parodė, jog per metus iš veiklos pasitraukia daugiau nei 10 proc. rizikos draudimo fondų. Teigiama, kad tai nesukelia sisteminės rizikos, nes yra daug mažų rizikos draudimo fondų, kurių bankrotas negali paveikti finansinės sistemos. Tačiau International Financial Services London duomenimis, 2009 m. 1 proc. rizikos draudimo fondų valdė 70 proc. viso rizikos draudimo fondų šakos turto, o dideli rizikos draudimo fondai gali sukelti sistemine riziką.

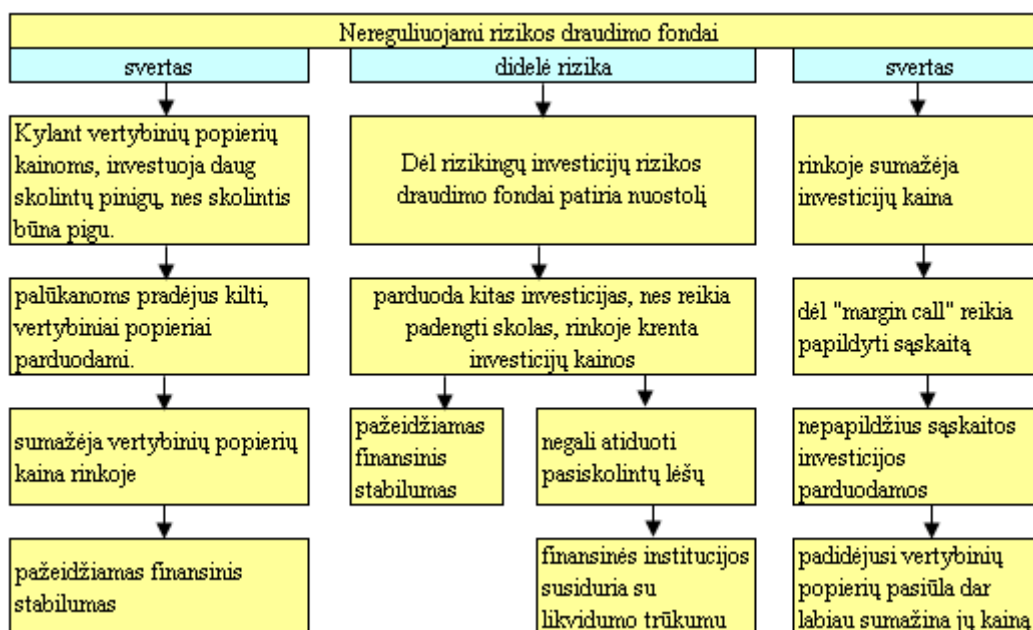
Svarbiausias klausimas iš finansinio stabilumo perspektyvos, ar rizikos draudimo fondai gali sukelti sistemine riziką, ir jeigu taip, tai kokių tam reikia sąlygų. Nagrinėti tiek tiesioginiai, tiek netiesioginiai kanalai, per kuriuos rizika gali būti paskleista: (King, Maier, 2007)

- Tiesioginis poveikis būna tuomet, kai vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas veda į staigų investicijų atsikratymą, taip rinkoje krenta investicijų kainos. Poveikis turto kainoms gali būti padidintas dėl svarto naudojimo.
- Netiesioginis poveikis pasireiškia, kai priverstinis rizikos draudimo fondų investicijų likvidavimas apsunkina rinkos kintamumą ir sumažina likvidumą. Sistemine rizika gali pasireikšti, kai koreliacija tarp skirtingų investicijų padidėja per įtemptus laikotarpius, arba kai minios elgesys padidina rinkos judėjimą.

M.King ir P.Maier (2007) teigia, jog rizikos draudimo fondų nesėkmės nėra neįprastas reiškinys, ir paprastai nesukelia sisteminių pasekmių. Nesėkmės yra svarbios, nes primena investuotojams apie didelę šių fondų riziką.

Neigiamos įtakos rizika finansų rinkoms, jų stabilumui kyla, jeigu didelis rizikos draudimo fondas patiria reikšmingų nuostolių svarbioje rinkoje – tokioje, kur gali nukentėti finansinės institucijos. (King, Maier, 2007)

Yra kelios priežastys, kodėl rizikos draudimo fondai daro įtaką finansų rinkoms. Dėl svarto naudojimo rizikos draudimo fondai gali pabloginti rinkos kryptį, jeigu jie yra priversti parduoti finansinius instrumentus sumažėjus jų kainai (dėl “margin call”). Priverstinis pardavimas gali būti papildomai apsunkintas dėl to, jog rizikos draudimo fondai dažnai laiko panašias pozicijas ir dažnai investuoja į mažiau likvidžius finansinius instrumentus. (Ferguson, Laster, 2007)



Šaltinis: sudaryta autorės pagal BUSH, J. Why Hedge Funds will destroy the World, 2006; FERGUSON, R.; LASTER, D. Hedge Funds and Systemic Risk. Banque de France. Financial Stability Review – Special issue on hedge funds, 2007; KING, M.; MAIER, P. Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate, 2007; TOBIAS, A. Measuring risk in the hedge fund sector, 2007.

8 pav. Rizikos draudimo fondų neigiamas poveikis finansų rinkoms

Apibendrinant aukščiau pateiktą informaciją, 8 pav. pateikta rizikos draudimo fondų neigiamo poveikio finansų rinkoms schema. Matoma, jog neigiamas poveikis gali atsirasti dėl didelio kiekio skolintų lėšų naudojimo ir dėl rizikingų investicijų. Abiem atvejais, rizikos draudimo fondams patyrus nesėkmę, rinkose dėl didelės finansinių instrumentų pasiūlos mažėja jų kaina. Naudojant skolintas lėšas, nesėkmingų investicijų atveju rizikos draudimo fondai negali atiduoti paskolų bankams, tuomet bankai gali susidurti su likvidumo trūkumu.

Matome, jog mokslinėje literatūroje išskiriama tiek teigiama, tiek neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms. Neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms nėra pilnai atskleista. Dauguma autorių teigia, kad neigiama įtaka pasireiškia dėl didelio kiekio skolintų lėšų naudojimo, kai nesėkmės atveju nukenčia ne tik investuotojai, bet ir finansinės institucijos, skolinusios pinigus, ir taip pažeidžiamas finansinis stabilumas, investicijos netenka dalies savo vertės, prasideda finansinė krizė. Dėl duomenų trūkumo problematiška įvertinti rizikos draudimo fondų neigiamą įtaką finansų rinkoms, nes šie fondai yra nereguliuojami, todėl netgi neprivalo teikti duomenų apie investicijoms naudojamas skolintas lėšas.

2.3. Rizikos draudimo fondų veiklos rezultatų ryšys su finansų rinkų grąža

Rizikos draudimo fondų veiklos rezultatai skiriasi kiekvienoje duomenų bazėje, nes jie neprivalo teikti šių duomenų priežiūros institucijos ar viešai skelbti investuotojams, todėl tik

savanoriškai teikia tam tikroms duomenų bazėms. Dėl to rizikos draudimo fondų ir konkrečių finansų rinkų veiklos rezultatų ryšys negali būti vienodai įvertintas, tačiau analizuojant keletą skirtingų tyrimų galima išvengti tam tikras tendencijas. Todėl šiame skyrelyje apžvelgsime šešių autorių atliktus tyrimus.

Pasak D.Capossi (2006) rizikos draudimo fondai, suvokiant juos kaip visumą, yra tyrinėjami nuo 1997 metų. Daugelis autorių, tyrinėjusių rizikos draudimo fondus, naudojo ne pačių individualių fondų duomenis, o jų indeksus. (Gregoriou, Sedzro, Zhu, 2005)

1999 m. C.Ackermann, R.McEnally ir D.Ravenscraft naudodami šešerių ir aštuonerių metų duomenis, besibaigiančius 1995 m. Gruodžio mėn., stebėdami rizikos draudimo fondus (konkrečių fondų pelningumus iš MARHedge ir Hedge Fund Research duomenų bazių), nustatė, kad jie nesugeba nuolat aplenkti rinkos (rinkos indeksai S&P 500 ir MSCI EAFE), yra nuo jos priklausomi - juos sieja stiprus ryšys. Tyrimo laikotarpis – 1988-1995 m., tačiau per šį periodą neįvyko įvykių, kurie galėtų atskleisti unikalios rizikos draudimo fondų rizikas. (Ackermann, McEnally, Ravenscraft, 1999)

T.Schneeweis, H.Kazemi ir G.Martin, (2003) tyrė, kaip rinkos veiksniai veikia rizikos draudimo fondų grąžą. Autoriai teigia, kad rinka, kurioje veikia rizikos draudimo fondai yra daug labiau lemianti fondų veiklos rezultatus nei paprastai pristatoma literatūroje. Duomenys šiam tyrimui paimti iš Hedge Fund Research duomenų bazės, rinkos indeksais pasirinkti S&P 500, Russell 2000 bei Lehman Aggregate Bond. Tyrimas atskleidė, kad kai kurių rizikos draudimo fondų strategijų (*skolintų vertybinių popierių pardavimas, sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių strategija*) grąža yra priklausoma nuo tų pačių rinkos jėgų (akcijų ir obligacijų rinkos grąžos, rinkos kintamumo) kaip ir tradicinės investicijos į akcijas ir obligacijas. Tačiau kitos rizikos draudimo fondų investavimo strategijos, tokios kaip *rinkos neutrali* yra tik silpnai veikiamos rinkos kintamųjų, kurie veikia tradicinės akcijų ir obligacijų investicijas.

T.Garbaravičius ir F.Dierick (2005) tirdami 1993-2004 m. rizikos draudimo fondų grąžos duomenis, padarė išvadą, kad yra tik silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų. Tačiau autoriai teigia, jog dar nėra pakankamai įrodymų apie rizikos draudimo fondų pelningumą dėl tyrimuose naudojamų rizikos draudimo fondų indeksų netikslumų, bei skirtingų pasirenkamų tyrimų laikotarpių. Autoriai naudojami Datastream ir Bloomberg duomenimis. Koreliacijos koeficientai tarp akcijų indeksų (MSCI World Equity, S&P 500, DJ EURO STOXX) ir rizikos draudimo fondų strategijų indeksų (daugiastrategė, rinkos neutrali, įvykių sąlygotos, bei kryptinės strategijos) nagrinėjamu laikotarpiu buvo nuo 0,07 iki 0,61.

G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu (2005) tyrė aštuonias rizikos draudimo fondų investavimo strategijas 1997-2001 m. ir 1999-2001 m. Du periodai naudojami tam, kad įvertinti neįprastus rinkos įvykius 1998 m. Rugpjūčio mėn. Naudojamas trumpas periodas tam, kad būtų galima iširti

daugiau fondų nei analizuojant 7-10 metų periodą. Duomenys šiam tyrimui paimti iš Zurick Capital Market duomenų bazės. Tyrimo metu atskleista, jog ekstremaliomis rinkos sąlygomis (labai didelė arba labai maža grąža) rizikos draudimo fondai yra veikiami rinkos nepastovumo (kintamumo) ir tampa stipriau koreliuoti su akcijų rinkomis.

N.Boyson, Ch.Stahel ir R.Stulz (2006) tyrimu buvo nustatinėjama, ar ekstremalios situacijos (labai didelė arba labai maža grąža) akcijų, fiksuotų pajamų ir valiutų rinkose yra susijusios su rizikos draudimo fondų veiklos rezultatais. Tyrimo rezultatai parodė, jog yra tik labai silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų. Tačiau nustatyta, jog tam tikros investavimo strategijos rizikos draudimo fondai patiria ekstremalią neigiamą grąžą, yra statistiškai reikšminga tikimybė, kad kitos investavimo strategijos fondai taip pat patirs nuostolių. Taip yra tarp svarbių įvykių ir arbitražinių fondų bei tarp svarbių įvykių ir kryptinių fondų. Tirtas laikotarpis – 2002 m. Spalio mėn. – 2005 Birželio mėn. Tyrime naudoti svarbių įvykių, arbitražo bei kryptinių strategijų indeksai, duomenys paimti iš Hedge Fund Research duomenų bazės. Rizikos draudimo fondų strategijų ryšio stiprumą su akcijų rinka (indeksas Russell 3000) nusakantis koreliacijos koeficientas nagrinėjamu laikotarpiu buvo 0,37-0,61. Koreliacijos koeficientas su JAV dolerio kursu bei obligacijų rinka (Lehman Brothers bond index) vidutiniškai buvo -0,01 – 0,21. (Boyson, Stahel, Stulz, 2006).

S.Wlech (2008) tirtas laikotarpis 1990-2005. Rizikos draudimo fondų indeksai tyrimui paimti iš CISDM (The Center for International Securities and Derivatives Market). Nagrinėjamas rizikos draudimo fondų strategijų indeksų ryšys su vertybinių popierių rinkų indeksais (S&P 500, Lehman Aggregate, Lehman High Yield). Žema istorinė koreliacija (0,35-0,76) su tradicinėmis turto klasėmis reiškia, jog tarp jų ir alternatyvių investicijų yra tik silpnas ryšys. (Welch, 2008)

Visų tyrimų laikotarpiai yra skirtingi, bendrai jie apima laikotarpį nuo 1988 m. iki 2005 m. Tyrimų rezultatai taip pat nesutampa. Nėra tokios duomenų bazės, kurioje būtų kaupiama informacija apie visus veikiančius rizikos draudimo fondus. Kiekviena duomenų bazė apima tik tam tikrą dalį fondų. Tai gali paaiškinti tyrimų rezultatų nesutapimus. (Straumann, 2009)

4 lentelė

Atliktų tyrimų palyginimas

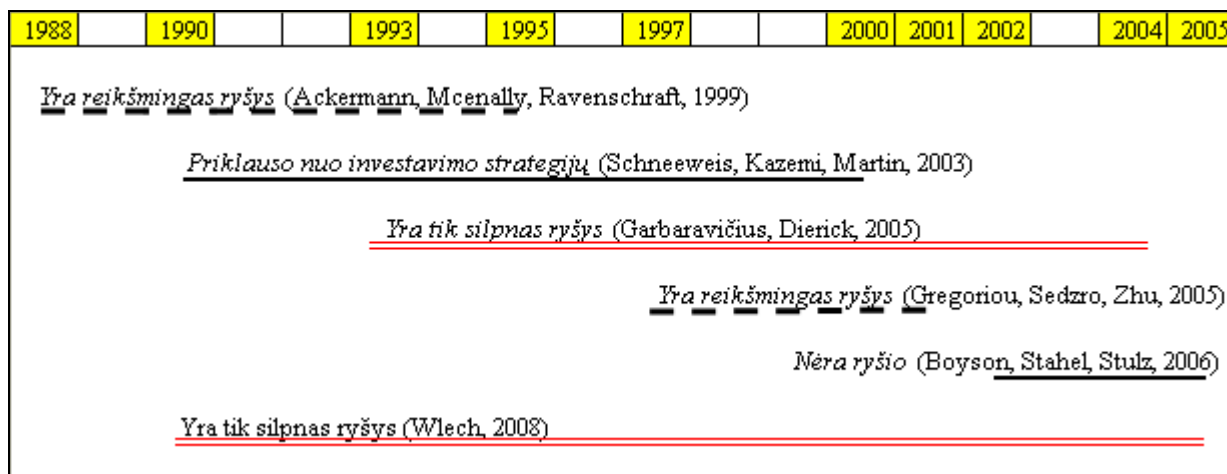
	Metai	Autoriai	Tyrimo laikotarpis	Tyrimo rezultatai
1.	1999	C.Ackermann, R.Mcenally, D.Ravenschraft	1988-1995	Yra reikšmingas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.
2.	2003	T.Schneeweis, H.Kazemi, G.Martin	1990-2000	Ryšys tarp rizikos draudimo fondų ir rinkos rezultatų priklauso nuo rizikos draudimo fondų naudojamų investavimo strategijų.
3.	2005	T.Garbaravičius ir F.Dierick	1993-2004	Yra tik silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.

	Metai	Autoriai	Tyrimo laikotarpis	Tyrimo rezultatai
4.	2005	G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu	1997-2001	Yra reikšmingas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.
5.	2006	N.Boyson, Ch.Stahel ir R.Stulz	2002-2005	Nėra ryšio tarp rizikos draudimo fondų ir rinkos rezultatų.
6.	2008	S.Wlech	1990-2005	Yra tik silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal ACKERMANN, C.; McENALLY, R.; RAVENSCRAFT, D. The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, 1999; SCHNEEWEIS, T.; KAZEMI, H.; MARTIN, G. Understanding Hedge Fund Performance: Research Issues Revisited – Part II, 2003; GARBARAVIČIUS, T.; DIERICK, F. Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 2005; GREGORIOU, G.N.; SEDZRO, K.; ZHU, J. Hedge funds performance evaluation, 2005; BOYSON, N.; STAHEL, C.; STULZ, R. Is there Hedge Fund Contagion?, 2006; WELCH, S. The Hitchhiker's Guide to Core/Satellite Investing, 2008.

C.Ackermann, R.Mcenally, D.Ravenscraft (1999) teigia, kad rizikos draudimo fondai nesugeba nuolat aplenkti rinkos – yra nuo jos priklausomi; G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu (2005) taip pat pateikia panašią išvadą, tačiau šie autoriai tyrė fondų veiką ekstremaliomis rinkos sąlygomis ir padarė išvadą, kad rizikos draudimo fondai yra veikiami rinkos nepastovumo (kintamumo) ir tampa stipriau koreliuoti su akcijų rinkomis. T.Schneeweis, H.Kazemi, G.Martin (2003) nagrinėjo rizikos draudimo fondų veiklos rezultatus pagal jų naudojamą investavimo strategijas, gauti rezultatai parodė, kad ryšys su rinka priklauso nuo strategijos. Kiti trys autoriai - T.Garbaravičius ir F.Dierick (2005), N.Boyson, Ch.Stahel ir R.Stulz (2006) ir S.Wlech (2008) teigia, kad yra tik silpnas ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų rezultatų.

Paveiksle grafiškai pavaizduoti išanalizuoti tyrimai, apimantys skirtingus laikotarpius.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal ACKERMANN, C.; McENALLY, R.; RAVENSCRAFT, D. The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, 1999; SCHNEEWEIS, T.; KAZEMI, H.; MARTIN, G. Understanding Hedge Fund Performance: Research Issues Revisited – Part II, 2003; GARBARAVIČIUS, T.; DIERICK, F. Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 2005; GREGORIOU, G.N.; SEDZRO, K.; ZHU, J. Hedge funds performance evaluation, 2005; BOYSON, N.; STAHEL, C.; STULZ, R. Is there Hedge Fund Contagion?, 2006; WELCH, S. The Hitchhiker's Guide to Core/Satellite Investing, 2008.

9 pav. Tyrimų laikotarpiai ir rezultatai

9 pav. matoma, jog kai kurie tyrimai, apimantys tą patį laiko tarpą, gavo skirtingus rezultatus. C.Ackermann, R.Mcenally, D.Ravenscraft (1999) ir G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu

(2005) tyrimai parodė, jog tarp rizikos draudimo fondų ir rinkos yra reikšmingas ryšys, tačiau T.Garbaravičius ir F.Dierick (2005) ir S.Wlech (2008) tyrimai, apimantys dalį tų pačių laikotarpių, priėjo prie visiškai skirtingos išvados.

Dėl nevienareikšmiškų atliktų tyrimų rezultatų bei rizikos draudimo fondų šakos vystymosi netolygumų keliama tokia hipotezė:

H1 – Tarp rizikos draudimo fondų gražos ir akcijų rinkos gražos yra reikšmingas ryšys (aukšta teigiama koreliacija).

Apsiribojama įvertinti tik rizikos draudimo fondų ir akcijų rinkų gražos ryšį. Hipotezei patikrinti naudojama regresinė analizė. Kai vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas veda į staigų investicijų atsikratymą, rinkoje krenta investicijų kainos. Tuomet ir akcijų rinkos dalyviai, ir rizikos draudimo fondai patiria nuostolius – tarp jų gražos atsiranda aukšta teigiama koreliacija.

3. RIZIKOS DRAUDIMO FONDŲ INDEKSŲ IR AKCIJŲ RINKŲ INDEKSŲ PELNINGUMŲ RYŠYS

Rizikos draudimo fondai gali nevaržomai įgyvendinti norimas investavimo strategijas, gali turėti kokį nori įsiskolinimo koeficientą, laikyti diversifikuotas pozicijas. Visa tai įgalina rizikos draudimo fondus pasiekti didesnę už tradicinių investicinių fondų pelningumą, tačiau rizikos draudimo fondai dėl to patiria ir didesnę riziką. Nesėkmingų investicijų atveju gali nukentėti ne tik rizikos draudimo fondų investuotojai (turtingi individualūs bei instituciniai investuotojai), bet ir kiti rinkos dalyviai bei pinigus rizikos draudimo fondams skolinantys bankai. Rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms didėja dėl augančio jų investicinio portfelio dydžio, tačiau šie fondai vis dar išlieka silpnai reguliuojami. Tyrimu siekiama išsiaiškinti, ar rizikos draudimo fondai daro įtaką akcijų rinkoms. Siekiant šio tikslo nagrinėjamas ryšys tarp rizikos draudimo fondų grąžos ir akcijų rinkų grąžos.

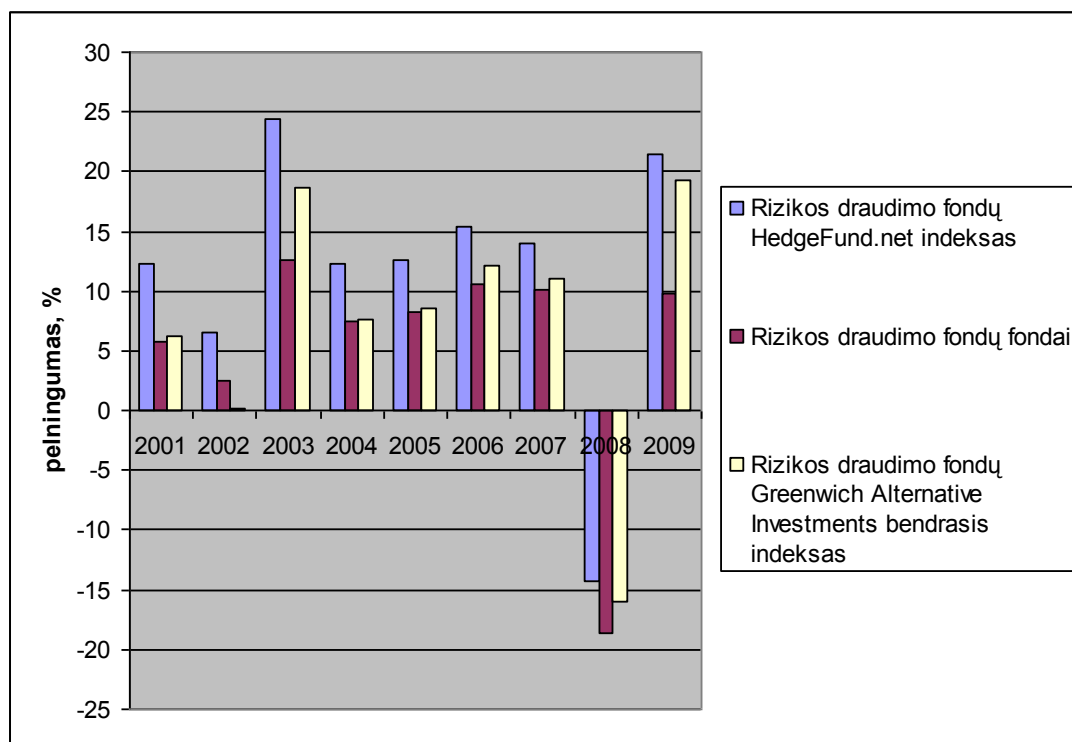
Duomenys tyrimui paimti iš *“Greenwich Alternative Investments”* duomenų bazės. *“Greenwich Alternative Investments”* skaičiuoja ir skelbia rizikos draudimo fondų indeksus. Indeksų sudėtis yra dinamiška, ji priklauso nuo rinkos sąlygų, atkartoja besikeičiančius rizikos draudimo fondus (rizikos draudimo fondai prisitaiko prie rinkos pokyčių keisdami investavimo strategijas, vienos tampa populiareesnės, kitos naudojamos rečiau, todėl keičiama ir indeksų sudėtis). Rizikos draudimo fondų indeksai skaičiuojami kaip paprastasis fondų pelningumų po skaitinamųjų išmokų vidurkis (fondų pelningumai, atskaičius išmokas fondų valdytojams, sudedami ir padalinami iš fondų skaičiaus – fondų valdomas finansinių aktyvų dydis neturi reikšmės indekso reikšmei). Indeksai neturi fiksuoto skaičiaus fondų, stengiamasi į indekso sudėtį įtraukti kuo daugiau fondų. Mažiausiai 1000 fondų įtraukiama į indekso skaičiavimą. (Greenwich Alternative Investments, 2010)

Skaičiuojant rizikos draudimo fondų indeksus susiduriama su netikslumais, kurie atsiranda dėl bankrutavusių fondų. Jei veiklą nutraukę fondai neįtraukiami į indekso skaičiavimą, tuomet pelningai veikiantys fondai sudaro sąlygas indekso grąžos pervertinimui. Greenwich Alternative Investments indekso grąža nuo 1994 m. apima tuo metu veikusią ir duomenų bazei teikusią rizikos draudimo fondų grąžos duomenis, netgi jei vėliau liovėsi vykdyti veiklą, taip stengiamasi išvengti indekso pervertinimo. (Greenwich Alternative Investments, 2010)

HedgeFund.Net (HFN) – įmonė, teikianti informaciją apie rizikos draudimo fondus, teigia, jog rizikos draudimo fondų fondų (fondų, investuojančių tik į rizikos draudimo fondus) skelbiami pelningumai gali būti patikimesni duomenys apie rizikos draudimo fondų šakos pelningumą nei pačių rizikos draudimo fondų skelbiami pelningumai. Ši prielaida remiasi tuo, jog rizikos draudimo fondai esant blogiems rezultatams gali nustoti teikti informaciją duomenų bazėms, taip pat jie gali

būti likviduojami, o į indeksą įtraukiami tik pelningai veikiantys ir rinkoje išlikę rizikos draudimo fondai, taip dirbtinai padidinamas rizikos draudimo fondų šakos pelningumas. Tačiau rizikos draudimo fondų fondai yra labiau linkę toliau teikti duomenis apie pasiektą pelningumą, nes jų investicijos diversifikuojamos jas paskirstant keliuose rizikos draudimo fonduose.

Siekiant įvertinti Greenwich Alternative Investments duomenų patikimumą, duomenys palyginti su HedgeFund.Net duomenimis.

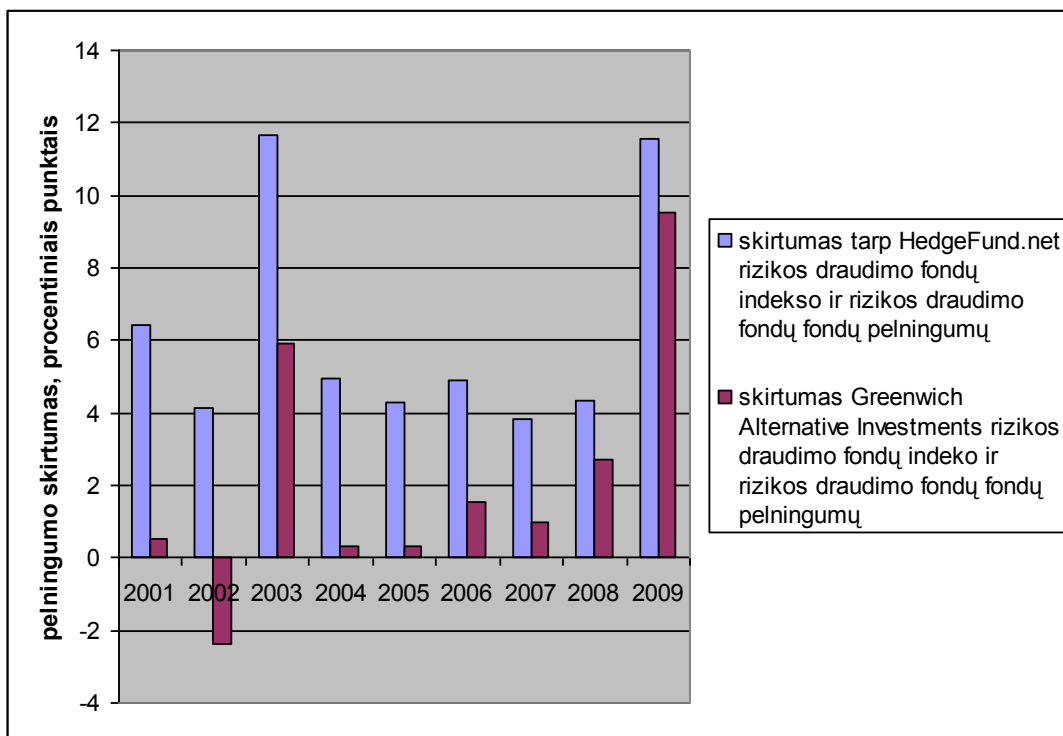


Šaltinis: sudaryta autorės

10 pav. Skirtingų rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų palyginimas su rizikos draudimo fondų fondais

10 pav. matoma, jog 2001 - 2009 m. darbe naudotas rizikos draudimo fondų Greenwich Alternative Investments indeksas visu nagrinėjamu laikotarpiu buvo mažesnis už HedgeFund.net skaičiuojamą rizikos draudimo fondų indeksą. Greenwich Alternative Investments indekso verčių panašumas į rizikos draudimo fondų pasiektą pelningumą leidžia daryti išvadą, kad Greenwich Alternative Investments skaičiuojamų indeksų vertėms didelės įtakos nedaro rizikos draudimo fondų išlikimo problema. Per devynerius nagrinėjamus metus, šešerius metus Greenwich Alternative Investments rizikos draudimo fondų bendrasis indeksas buvo beveik lygus su HedgeFund.net skaičiuojamam rizikos draudimo fondų fondų pelningumu. Didžiausias skirtumas buvo 2009 m. 11 pav. pavaizduoti pelningumo skirtumai procentiniais punktais. Matoma, jog per devynerių metų laikotarpį septynerius metus Greenwich Alternative Investments rizikos draudimo fondų bendrasis indeksas nesiskyrė nuo rizikos draudimo fondų fondų pelningumo daugiau nei trimis procentiniais punktais. 2001 – 2009 m. vidutinis skirtumas tarp Greenwich Alternative

Investments rizikos draudimo fondų bendrojo indekso ir rizikos draudimo fondų fondų pelningumo buvo 2,2 procentinio punkto, o tarp HedgeFund.net rizikos draudimo fondų indekso ir rizikos draudimo fondų fondų pelningumo skirtumas buvo 6,2 procentinio punkto.



Šaltinis: sudaryta autorės

11 pav. Skirtumas tarp rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ir rizikos draudimo fondų fondų pelningumų

Kaip jau buvo minėta tyrimo pradžioje, Greenwich Alternative Investments siekia panaikinti išlikimo problemos daromą poveikį indeksams, palyginę šių indeksų grąžą su rizikos draudimo fondų fondų grąža matome, jog Greenwich Alternative Investments indeksai adekvačiai parodo rizikos draudimo fondų pelningumą.

Tyrimo naudojami penki Greenwich Alternative Investments rizikos draudimo fondų indeksai:

1. Rizikos draudimo fondų bendras indeksas
2. Nekryptinių strategijų indeksas
3. Ilgų/trumpų pozicijų strategijos indeksas
4. Kryptinių strategijų indeksas
5. Specialių strategijų indeksas

Kokias strategijas naudojančių rizikos draudimo fondų grąža įtraukiama į kiekvieno indekso skaičiavimą, parodyta 5 lentelėje.

Indeksų sudėtis

Indeksas	Sudėtis
Rizikos draudimo fondų bendras indeksas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kryptinės strategijos 2. Ilgų /trumpų pozicijų strategija 3. Nekryptinės strategijos 4. Specialios strategijos
Nekryptinių strategijų indeksas	<ol style="list-style-type: none"> 5. Neutrali kapitalo rinkos strategija 6. Svarbių įvykių strategijos <ul style="list-style-type: none"> • sunkumų turinčių įmonių VP • rizikos (susijungimų) arbitražas • ypatingų situacijų 7. Arbitražas
Ilgų/trumpų pozicijų strategijos indeksas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ilgų /trumpų pozicijų strategija
Kryptinių strategijų indeksas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Suvaldytos ateities 2. Globali makro
Specialių strategijų indeksas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Besivystančių rinkų 2. Fiksuotų pajamų 3. Multi-strategija

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Greenwich Alternative Investments. *Greenwich Global Hedge Fund Index Construction Methodology*

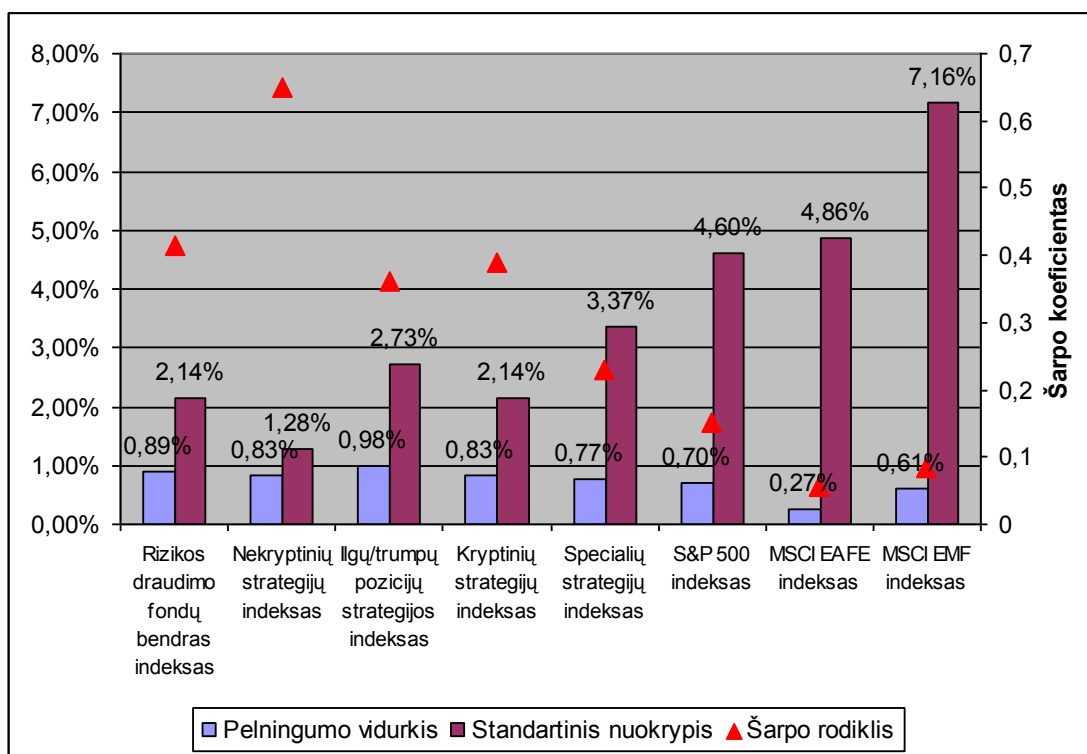
Tyrimo laikotarpis 1995 m. sausis – 2010 m. rugpjūtis (15 metų ir 8 mėnesiai), pelningumo duomenys kas mėnesį. Siekiant rizikos draudimo fondų strategijų gražą palyginti su akcijų rinkos gražą pasirinkti trys indeksai: S&P 500, MSCI EAFE, MSCI EMF. Šie indeksai apima besivystančių ir išsivysčiusių šalių akcijų rinkas visame pasaulyje, detaliau indeksai aptariami 6 lentelėje.

Palyginamieji indeksai

Pavadinimas	Valstybės, regionai	Komentarai
S&P 500	JAV	Indeksas apima 500 JAV ekonomikoje lyderiaujančių įmonių, atspindi 75% JAV akcijų rinkos kapitalizacijos.
MSCI EAFE	Australija, Austrija, Belgija, Danija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Honkongas, Airija, Italija, Japonija, Nyderlandai, Naujoji Zelandija, Norvegija, Portugalija, Singapūras, Ispanija, Švedija, Šveicarija, Jungtinė Karalystė.	MSCI EAFE indeksas skirtas matuoti išsivysčiusių šalių akcijų rinkų pelningumą visame pasaulyje (išskyrus JAV ir Kanados rinkas).
MSCI EMF	Argentina, Brazilija, Čilė, Kinija, Kolumbija, Čekija, Graikija, Vengrija, Indija, Indonezija, Izraelis, Jordanija, Korėja, Malaizija, Meksika, Pakistanas, Peru, Filipinai, Lenkija, Portugalija, Pietų Afrika, Šrilanka, Taivanas, Tailandas, Turkija, Venesuela.	MSCI EMF (The Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Free) indeksas yra skirtas matuoti besivystančių šalių rinkų pelningumą (26 besivystančių rinkų valstybės Europoje, Pietų Amerikoje, Ramiojo vandenyno baseine). Į indekso skaičiavimą neįtraukiamos tos rinkos, kuriose akcijų negalima įsigyti užsieniečiams.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal MSCI (2010) *Index Definitions*; Russell Investments (2010) *Glossary*.

Tyrimui atlikti naudojama koreliacinė analizė. Statistiniai skaičiavimai atlikti su programa *Statistica*. Pirsono koreliacijos koeficientas įvertina tiesinio ryšio stiprumą. Jis gali būti naudojamas, kai stebimų atsitiktinių dydžių skirstiniai yra normalieji. Rizikos draudimo fondų indeksų ir rinkos indeksų pelningumų skirstiniai pateikiami 1 PRIEDE.



Šaltinis: sudaryta autorės

12 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų ir palyginamųjų rinkos indeksų pelningumo vidurkis ir pelningumo standartinis nuokrypis 1995 m. 01 mėn. - 2010 m. 08 mėn.

12 pav. matoma, jog nagrinėjamu laikotarpiu visų rizikos draudimo fondų strategijų indeksų mėnesiniai pelningumų vidurkiai yra didesni nei vidutiniai to laikotarpio palyginamųjų akcijų rinkos indeksų S&P 500, MSCI EAFE, MSCI EMF pelningumai. Didžiausią pelningumą pasiekė fondai, naudojantys ilgų/trumpų pozicijų strategiją. Mažiausią vidutinį pelningumą pasiekė specialių strategijų indeksas (0,77 proc.), tačiau šis pelningumas yra didesnis nei vidutinis palyginamųjų indeksų pelningumas. Iš trijų rinkos indeksų didžiausią vidutinį mėnesinį pelningumą (0,7 proc.) pasiekė JAV akcijų rinką atspindintis S&P 500 indeksas, antroje vietoje yra besivystančias rinkas atspindintis MSCI EMF indeksas, kuris iš visų nagrinėjamų indeksų žymiai išsiskiria didžiausia rizika. Nagrinėjamu laikotarpiu mažiausią vidutinį pelningumą pasiekė išsivysčiusių šalių akcijų rinkas atspindintis MSCI EAFE indeksas. Tačiau tiek rizikos draudimo fondų strategijų indeksų, tiek palyginamųjų rinkos indeksų pelningumų vidurkiai nesiekia 1 proc. Tuo tarpu standartinio nuokrypio skirtumai yra didesni.

Vidutinė rizika (standartinis nuokrypis) buvo didžiausias visų palyginamųjų rinkos indeksų. Tai prieštarauja plačiai paplitusiam požiūriui, kad rizikos draudimo fondai yra labai rizikingi. Tarp rizikos draudimo fondų strategijų didžiausią standartinį nuokrypį turėjo specialių strategijų indeksas. Tai gali būti paaiškinta tuo, jog į specialių strategijų indeksą įtraukiama besivystančių rinkų strategija. Besivystančiose rinkose paprastai negalima naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimo, dėl to prarandama apsidraudimo galimybė, didėja prisiimama rizika. Mažiausia rizika

pasižymėjo nekryptinių strategijų indeksas. Pagal antroje darbo dalyje suskirstytas rizikos draudimo fondų investavimo strategijas, į nekryptinių strategijų indeksą įeina visos nekryptinės strategijos bei dalis svarbių įvykių strategijų. Nekryptinės strategijos (fiksuočių pajamų arbitražas, konvertuojamų vertybinių popierių arbitražas, neutrali kapitalo rinkos) pasižymi mažesne rizika (kintamumu), įgyvendinant šias strategijas siekiama pasipelnyti iš mažų kainos nesutapimų. Tačiau į nekryptinių strategijų indeksą įeinančių svarbių įvykių strategijų (susijungimų arbitražas, sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių, ypatingų situacijų) rizikingumas yra didesnis.

Visų nagrinėjamų indeksų Šarpo rodiklis yra mažesnis už 1, t.y. prisiimama daugiau nei 1 proc. rizikos, kad būtų uždirbamas 1 proc. pelno. Kuo didesnis Šarpo rodiklis, tuo saugiau pasiekiamas pelnas (patiriama mažiau rizikos). Visų rizikos draudimo fondų investavimo strategijų indeksų Šarpo rodikliai yra didesni už rinkos indeksų Šarpo rodiklius. Geriausią Šarpo rodiklį nagrinėjamu laikotarpiu pasiekė nekryptinių strategijų indeksas, mažiausią reikšmę įgijo išsivysčiusių šalių akcijų rinkų indeksas.

Koreliacijos koeficiento reikšmių vertinimas pateiktas 7 lentelėje.

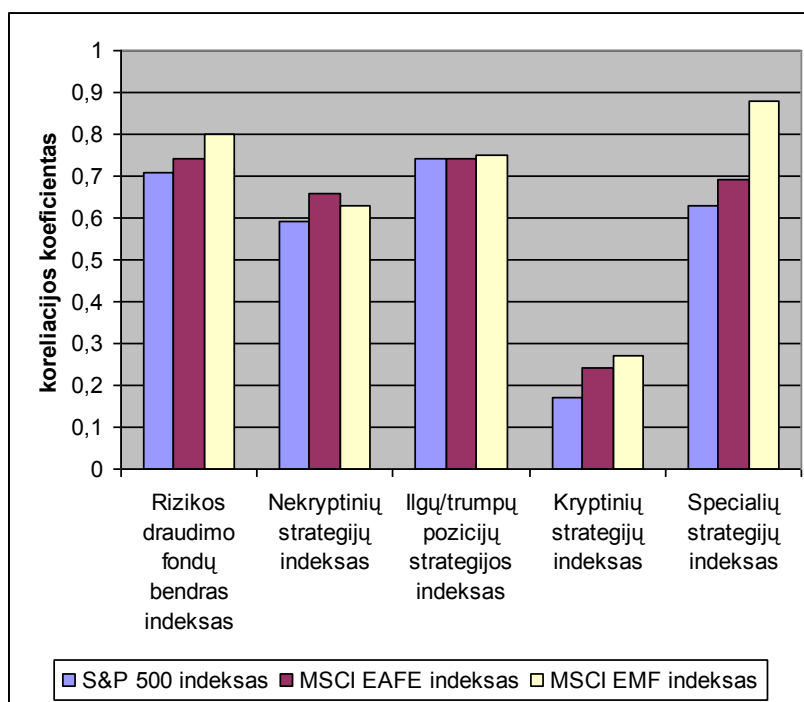
7 lentelė

Koreliacijos koeficiento vertinimas

Koreliacijos koeficiento reikšmė	Vertinimas
0,00-0,19	Labai silpnas tarpusavio ryšys
0,20-0,39	Silpnas ryšys
0,40-0,69	Vidutinis ryšys
0,70-0,89	Stiprus ryšys
0,90-1,00	Labai stiprus tarpusavio ryšys

Šaltinis: Kasiulevičius, V., Denapienė, G. (2008) Statistikos taikymas mokslinių tyrimų analizėje

Analizuojant rizikos draudimo fondų įtaką akcijų rinkoms ieškoma stipraus ryšio tarp rizikos draudimo fondų strategijų indeksų pelningumų ir rinkos indeksų pelningumų. Vidutinis ryšys taip pat vertinamas kaip reikšmingas.



Šaltinis: sudaryta autorės

13 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ir palyginamųjų rinkos indeksų pelningumų ryšys 1995 m. 01 mėn. - 2010 m. 08 mėn.

Rizikos draudimo fondai investuoja visame pasaulyje, atskiri fondai specializuojasi tam tikrose šalyse ar regionuose. Siekiant įvertinti ir palyginti šių fondų poveikį akcijų rinkoms visame pasaulyje, rinka išskaidyta į tris segmentus: JAV rinka (S&P 500 indeksas), nes tai yra didžiausia ir daugiausiai lemianti finansų rinka pasaulyje, išsivysčiusių šalių rinka (MSCI EAFE indeksas) bei besivystančių šalių rinka (MSCI EMF indeksas).

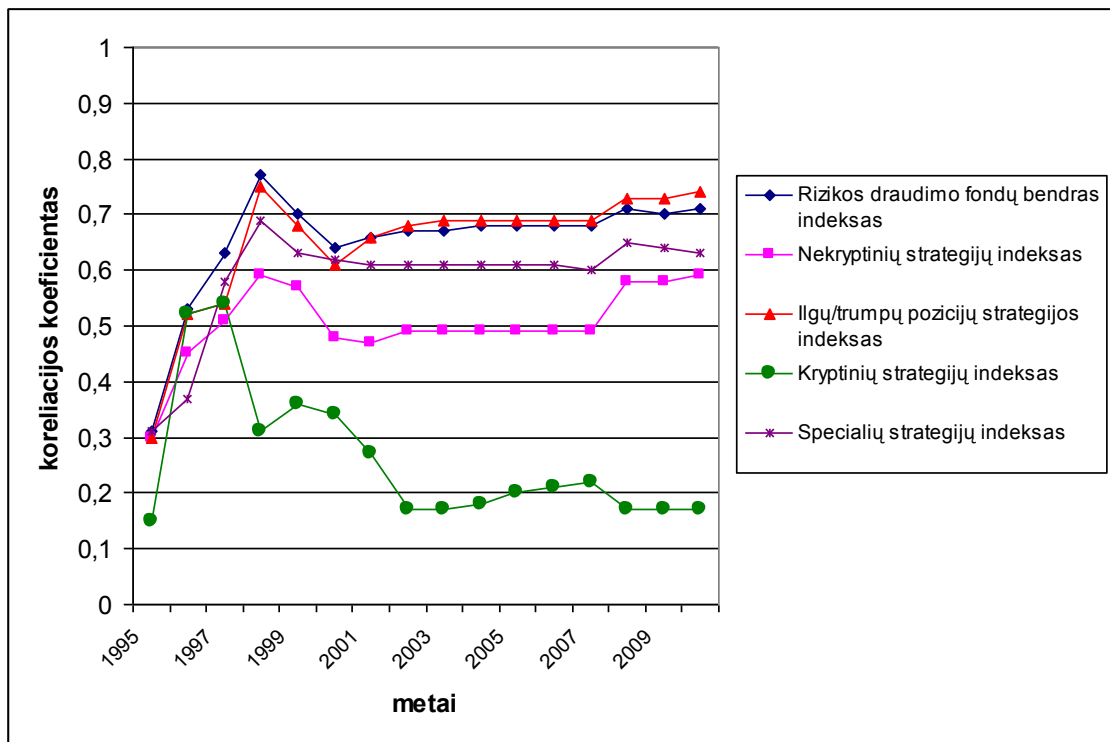
13 pav. matoma, jog nagrinėjamu laikotarpiu stipriausią ryšį su visų rinkų graža turėjo rizikos draudimo fondų bendrasis indeksas ir ilgų/trumpų pozicijų strategijos indeksas (koreliacijos koeficientas daugiau nei 0,7). Daugiausiai rizikos draudimo fondų (33-42 proc.) naudoja ilgų/trumpų pozicijų strategiją, pagal tai, skaičiuojant rizikos draudimo fondų bendrąjį indeksą, didžiausia lyginamoji dalis tenka ilgų/trumpų pozicijų strategijoms, kurios daro didžiausią įtaką bendrojo indekso ir rinkos indekso ryšiui.

Ilgų/trumpų pozicijų strategija su visų trijų palyginamųjų rinkos indeksų pelningumu nagrinėjamu laikotarpiu turėjo beveik vienodą vidutinį ryšio stiprumą. Taigi nėra svarbu, kokioje rinkoje veikia tokią strategiją naudojantis fondas, visose rinkose daroma tokio paties stiprumo įtaka. Šios rizikos draudimo fondų investavimo strategijos gražos ryšys yra pats stipriausias su visų nagrinjamų rinkų graža (išskyrus specialių strategijų indekso gražos ir besivystančių rinkų gražos ryšį). Taip yra dėl šios strategijos populiarumo – ilgų/trumpų pozicijų strategiją naudoja nuo 33 proc. iki 42 proc. rizikos draudimo fondų.

Pačiu stipriausiu ryšiu pasižymi specialių strategijų ir besivystančių rinkų indeksas. Tokia aukšta koreliacijos reikšmė gaunasi dėl specialių strategijų indekso sudėties – į šį indeksą įtraukiama besivystančių rinkų strategija. Remiantis besivystančių rinkų strategija investuojama į mažesnių, silpniau išsivysčiusių šalių rinkas. Todėl tarp specialių strategijų indekso gražos ir besivystančių šalių rinkų gražą atspindinčio indekso MSCI EMF gražos yra stiprus ryšys.

Kitų dviejų strategijų indeksai pasižymi vidutiniu ryšio stiprumu, - nekryptinių strategijų ir specialių strategijų indeksai (išskyrus specialių strategijų indekso aukštą koreliaciją su besivystančių rinkų indeksu). Ryšys su rinkos indeksu yra reikšmingai stiprus, t.y. gaunamas pelnas ar nuostolis tuo pačiu metu. Labai silpną tarpusavio ryšį su rinkos indeksu turi tik vienas rizikos draudimo fondų indeksas – kryptinių strategijų. Stipriausias ryšys yra besivystančiose rinkose, tačiau ir čia koreliacijos koeficientas nesiekia net 0,3. Kryptinių strategijų indekse atsispindi globali makro ir suvaldytos ateities strategijos. Šios strategijos yra panašios – abiem atvejais investuojama pasauliniu mastu. Įgyvendinant suvaldytos ateities strategiją investuojama į ateities sandorius bet kurioje pasaulio rinkoje, o globalios makro strategijos atveju dar prisideda investicijos į akcijas, obligacijas, valiutą, žaliavas, strategija apima ilgą ir trumpą pozicijas. Siekiama nuspėti globalias makroekonominės sąlygas. Tiek globali makro strategija, tiek ilgų/trumpų pozicijų strategija apima vertybinių popierių pirkimą ir skolintų vertybinių popierių pardavimą. Globali makro strategija nuo ilgų/trumpų pozicijų strategijos skiriasi tuo, jog globali makro strategija nagrinėja šalies ar regiono makroekonominę būklę, o ilgų/trumpų pozicijų strategija sutelkia dėmesį į konkrečias įmones – ieško pervertintų ir nepakankamai įvertintų vertybinių popierių. Didelį šių strategijų ryšio su rinkų gražą skirtumą galėtume paaiškinti tuo, jog šias strategijas įgyvendinantys fondai investuoja skirtingose rinkose. Ilgų/trumpų pozicijų strategija dažniausiai naudojama akcijų rinkoje, ji yra paprasčiausia ir panašiausia į kitų rinkos dalyvių investavimo strategiją, o globali makro strategija dažniausiai naudojama labai likvidžiose rinkose, tokiose kaip valiutų ar žaliavų rinkos. Dėl pagrindinės veiklos valiutų rinkose, kryptinių strategijų indekso gražą labai silpnai koreliuoja tiek su JAV, tiek su išsivysčiusių ir besivystančių šalių akcijų rinkų indeksų gražą. Todėl kryptines strategijas įgyvendinantys rizikos draudimo fondai nedaro įtakos akcijų rinkų rezultatams.

14, 16, 17 paveiksluose analizuojamas rizikos draudimo fondų indeksų gražos ir JAV, išsivysčiusių rinkų bei besivystančių rinkų gražos ryšio kitimas nuo 1995 m. sausio mėn. iki 2010 m. rugpjūčio mėn.

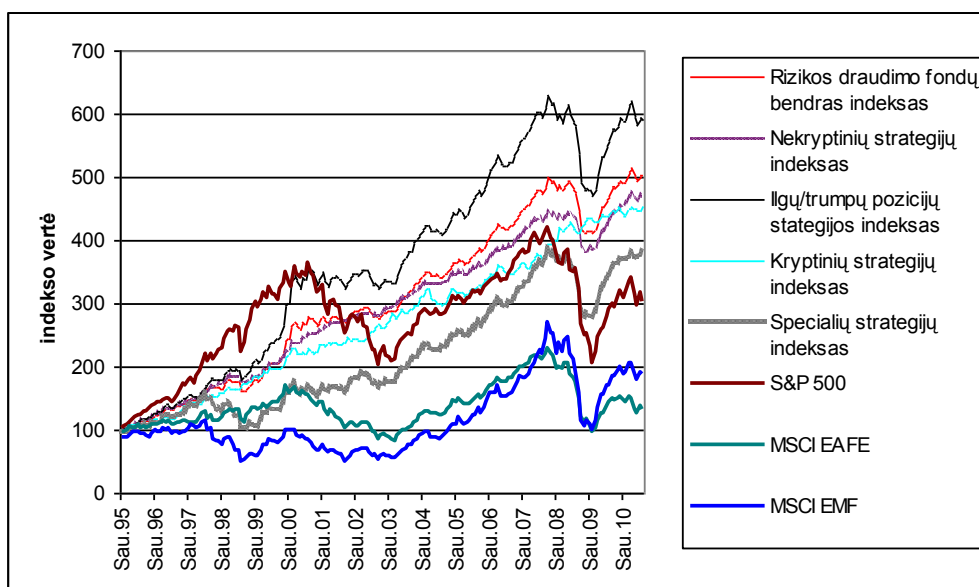


Šaltinis: sudaryta autorės

14 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su S&P 500 indeksu

14 pav. pavaizduotas rizikos draudimo fondų ir JAV akcijų rinką atspindinčio indekso S&P 500 pelningumų ryšys 1995 m. 01 mėn. – 2010 08 mėn. Iš nagrinėjamų rizikos draudimo fondų strategijų išsiskiria kryptinės strategijos, kurių pelningumas pasižymi tik silpnu ryšiu su akcijų rinkos pelningumu. Kaip išsiaiškinta anksčiau, kryptinės rizikos draudimo fondų strategijos silpnai veikia akcijų rinkas, nes pagrindinė jų veiklos sritis yra valiutų rinkos.

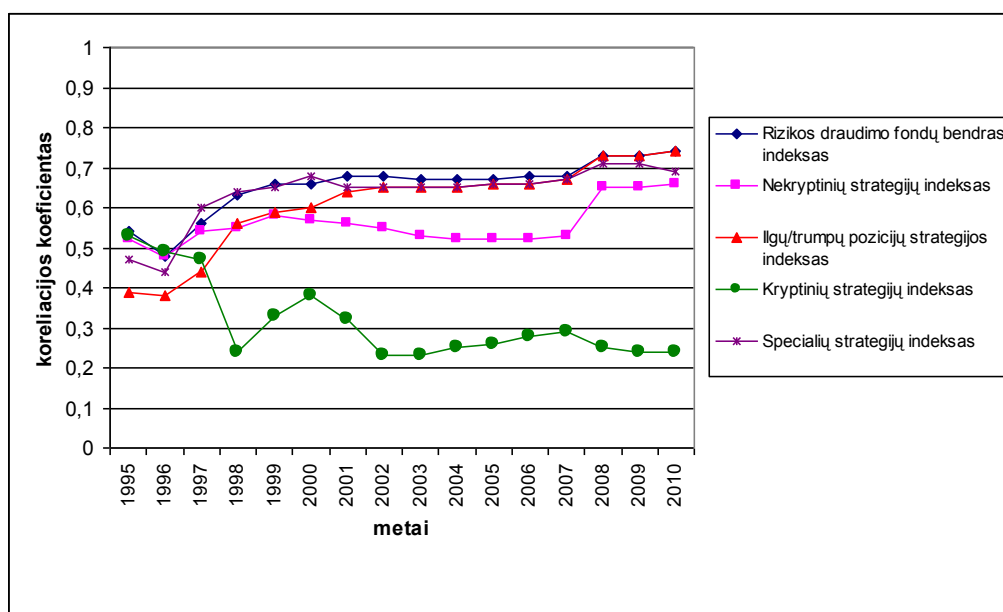
Nuo 1995 m. iki 1998 m. stiprėjęs ryšys tarp rizikos draudimo fondų bendrojo indekso, ilgų/trumpų pozicijų strategijos indekso, specialių strategijų indekso, nekryptinių strategijų indekso ir S&P 500 indekso, pradėjo silpnėti 1999 m. ir taip pat dar susilpnėjo 2000 m. 15 pav. matoma, jog rizikos draudimo fondų ilgų/trumpų pozicijų strategijos indeksas 1999-2000 m. didėjo sparčiau nei indeksas S&P 500. Anot F.Stefanini (2006), XX a. sparčiai daugėjo rizikos draudimo fondų, kurie naudojo ilgų/trumpų pozicijų strategiją ir specializavosi investuodami į greitai augančius sektorius, tokius kaip technologijos, telekomunikacijos, biotechnologijos. Taip buvo daromas poveikis šiems sektoriams ir konkrečiai geografinei zonai (JAV), - didėjo technologinių įmonių akcijų kainos, dėl to susiformavo kainų burbulas, ištiko finansinė krizė. Rizikos draudimo fondai per šią krizę nenukentėjo, kaip analizuota II darbo dalyje, tiek rizikos draudimo fondų skaičius, tiek jų valdomų aktyvų portfelis toliau didėjo, naudodami skolintų vertybinių popierių pardavimą fondai uždirbo pelną krentant akcijų kainoms. Tačiau prieš tai sparčiai didėjusi koreliacija rodo, jog rizikos draudimo fondai galėjo būti susiję su dot.com burbulo priežastimis.



Šaltinis: sudaryta autorės

15 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų ir akcijų rinkų indeksų verčių dinamika

Nuo 2000 m. iki 2007 m. ryšys išliko pastovus. Tačiau per 2008 m. finansinę krizę tik kryptinių strategijų indekso ir rinkos indekso ryšys susilpnėjo, o likusių strategijų ryšys su JAV rinkos indeksu dar labiau sustiprėjo. Tai rodo, jog skirtingas investavimo strategijas naudojantys rizikos draudimo fondai daro nevienodą įtaką akcijų rinkoms. Kryptines strategijas naudojantys fondai nedaro įtakos akcijų rinkos rezultatams, kitas nagrinėtas strategijas – ilgų/trumpų pozicijų, specialių strategijų, nekryptinių strategijų - naudojančių rizikos draudimo fondų grąža stipriai koreliuoja su JAV akcijų rinkos grąža. Tai rodo, jog gaunamas pelnas ir patiriamas nuostolis nuo pačiu metu, o dėl rizikingos rizikos draudimo fondų veiklos, rizikos draudimo fondams patiriant didelius nuostolius, daroma neigiama įtaka visai JAV akcijų rinkai.

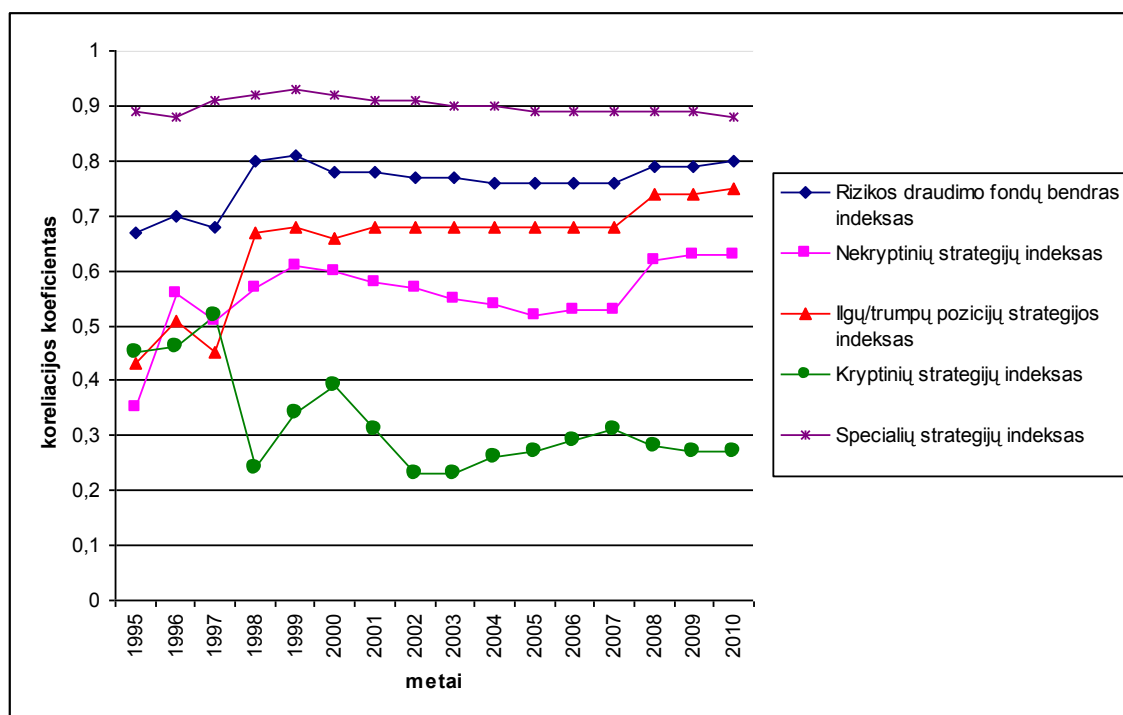


Šaltinis: sudaryta autorės

16 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su MSCI EAFE indeksu

16 pav. pavaizduotas rizikos draudimo fondų ir išsivysčiusių šalių akcijų rinkas atspindinčio indekso MSCI EAFE pelningumų ryšys. Į šį indeksą neįtraukiami Kanados bei anksčiau nagrinėtos JAV akcijų rinkos rezultatai. MSCI EAFE indekse atsispindi išsivysčiusių Europos, Australijos, Azijos valstybių akcijų rinkos rezultatai (konkrečios valstybės įvardintos 6 lentelėje). Nagrinėjant šių rinkų indekso ir rizikos draudimo fondų indeksų ryšį, matomos panašios tendencijos, kaip ir JAV akcijų rinkos. Čia labiausiai išsiskiria 1998 m. periodas, kai JAV akcijų rinkoje ryšys buvo pats didžiausias per nagrinėjamą laikotarpį, o tuo tarpu kitų išsivysčiusių šalių akcijų rinkos ir rizikos draudimo fondų gražos ryšys neturėjo didelių ekstremumų. Tai rodo, jog 1998 m. krizė, kilusi rizikos draudimo fonduose, darė didelę įtaką JAV akcijų rinkos rezultatams. 15 pav. matoma, jog išsivysčiusias rinkas atspindintis indeksas MSCI EAFE 1998-2001 m. nepatyrė tokio spartaus augimo, kaip indeksas S&P 500, taip pat ir indekso MSCI EAFE kritimas buvo silpnesnis nei S&P 500.

Kaip ir kitose rinkose, silpniausiu ryšiu pasižymi kryptinių strategijų indeksas, šios strategijos ir išsivysčiusių šalių akcijų rinkos ryšys turi mažėjimo tendenciją. Tuo tarpu kitų nagrinėtų strategijų ir rinkos ryšys nuolat stiprėja, 2008 m. finansinės krizės metu patiriamas didelis ryšio stiprėjimo šuolis. Tai rodo, kad tiek JAV, tiek kitų išsivysčiusių valstybių ir rizikos draudimo fondų veiklos rezultatai yra glaudžiai susiję.



Šaltinis: sudaryta autorės

17 pav. Rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su MSCI EMF indeksu

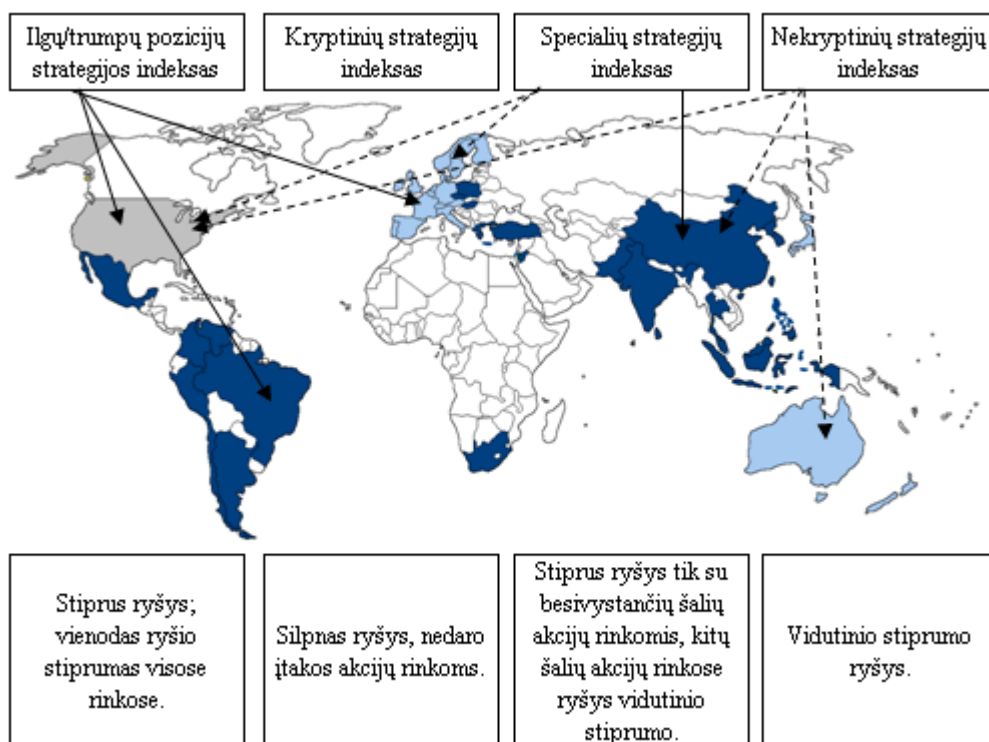
17 pav. pavaizduotas rizikos draudimo fondų skirtingų strategijų pelningumų ir besivystančių rinkų šalių akcijų rinkas atspindinčio indekso MSCI EMF pelningumų ryšys nuo 1995 m. sausio mėn. iki 2010 m. rugpjūčio mėn. MSCI EMF indeksas parodo 26 besivystančių

rinkų valstybių Europoje, Pietų Amerikoje, Azijoje, Ramiojo vandenyno baseine akcijų rinkos pelningumą (konkrečios valstybės įvardintos 6 lentelėje). Anot F.Stefanini (2006), rizikos draudimo fondų valdytojus vilioja besivystančios rinkos dėl savo augimo potencialo, dėl galimybių, kurios atsiranda iš jaunų rinkų. Tačiau besivystančioms rinkoms būdingas didesnis kintamumas, dažnai draudžiamas skolintų vertybinių popierių pardavimas.

Silpniausias ryšys besivystančiose rinkose, kaip ir kitose rinkose, išlieka su kryptinių strategijų indeksu. Pats stipriausias ryšys yra su specialių strategijų indekso pelningumu, visu nagrinėjamu laikotarpiu šio ryšio stiprumas yra apie 0,9. Kaip jau anksčiau išnagrinėta, tokį ryšio stiprumą lėmė tai, jog į specialių strategijų indeksą įtraukiama besivystančių rinkų strategija. Ryšio stiprumas išlieka pastovus, nėra staigių šuolių. Dėl draudimo naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimą besivystančiose rinkose rizikos draudimo fondai negali veikti kaip atsvara minios elgesiui, todėl koreliacijos koeficientas išlieka itin aukštas.

Didžiausi ryšio su kitomis rizikos draudimo fondų investavimo strategijomis stiprumo pokyčiai buvo 1998 m. Šie metai rizikos draudimo fondams nebuvo palankūs, daug fondų išnyko, pagal stiprėjančią koreliaciją matome, jog fondų patiriami nuostoliai darė įtaką besivystančių šalių akcijų rinkoms.

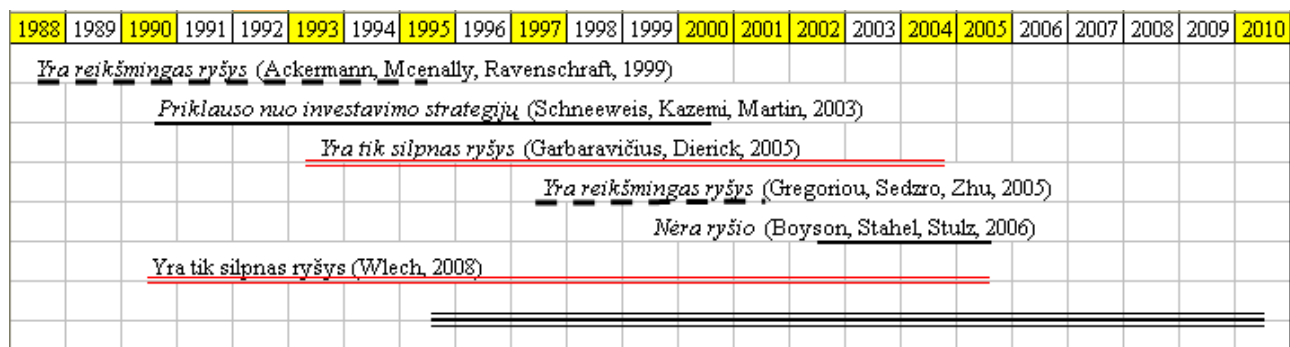
JAV, kitose išsivysčiusių ir besivystančių valstybių rinkose po 2008 m. finansinės krizės padidėjęs ryšio stiprumas nėra linkęs mažėti, išlieka stiprus ryšys.



Šaltinis: sudaryta autorės

18 pav. Rizikos draudimo fondų strategijų grąžos ryšys su JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkų grąža

18 pav. pilka spalva pažymėta JAV rinka, tamsiai mėlyna – besivystančių šalių rinka, šviesiai mėlyna – išsivysčiusių šalių rinka; ištisinė linija žymi stiprų ryšį, brūkšninė linija žymi vidutinio stiprumo ryšį. Didžiausią įtaką rizikos draudimo fondai daro besivystančių šalių akcijų rinkoms. Tarp šių šalių ir dviejų rizikos draudimo fondų investavimo strategijų indeksų yra stiprus ryšys. JAV bei kitų išsivysčiusių šalių rinkose stiprus ryšys yra tik su vienu rizikos draudimo fondų indeksu (ilgu/trumpų pozicijų). Kryptinių strategijų indeksas nėra susijęs su nei viena iš nagrinėtų akcijų rinkų.



Šaltinis: sudaryta autorės

19 pav. Atliktų tyrimų palyginimas

Darbe atlikto tyrimo laikotarpis (19 pav. pažymėtas triguba linija) apima penkis iš šešių II darbo dalyje nagrinėtų kitų autorių tyrinėtų laikotarpių. Tyrimo metu gauti rezultatai sutampa tik su G.Gregoriou, K.Sedzro ir J.Zhu (2005) tyrimo rezultatais. Tačiau šių autorių tyrimas apima palyginti trumpą laiko tarpą (5 metus). T.Schneeweis, H.Kazemi ir G.Martin (2003) išvada, kad ryšys tarp rinkos ir rizikos draudimo fondų priklauso nuo naudojamos investavimo strategijos, sutampa su darbe atlikto tyrimo rezultatais, tačiau tyrime gauta, kad ryšio su rinka neturi tik kryptinės strategijos, o pagal T.Schneeweis, H.Kazemi ir G.Martin (2003) rinkos neutrali rizikos draudimo fondų strategija neturi ryšio su rinka (darbe atliktame tyrime rinkos neutrali strategija atspindi nekryptinių strategijų indekse, kuris turi reikšmingą ryšį su akcijų rinkomis). Tačiau kitų strategijų graža pagal T.Schneeweis, H.Kazemi ir G.Martin (2003) turi stiprų ryšį su rinkos graža.

Tyrimų rezultatai skiriasi ne tik dėl naudojamų skirtingų rizikos draudimo fondų duomenų (duomenys tyrimuose imami iš skirtingų duomenų bazių), lyginimo su skirtingais rinkas atspindinčiais indeksais, bet ir dėl nevienodo koreliacijos koeficiento reikšmės vertinimo. S.Welch (2008) teigia, jog žema istorinė koreliacija (0,35-0,76) su tradicinėmis turto klasėmis reiškia jog tarp jų ir alternatyvių investicijų yra tik silpnas ryšys. Tuo tarpu darbe atliktame tyrime koreliacijos koeficiento reikšmei esant 0,7 vertinama, kad yra stiprus ryšys.

Tyrimo rezultatai patvirtino hipotezę - tarp rizikos draudimo fondų gražos ir akcijų rinkos gražos yra reikšmingas ryšys (stipri ir vidutinė teigiama koreliacija). Todėl daroma išvada, kad rizikos draudimo fondų veikla daro įtaką akcijų rinkoms. Taip pat matoma, jog ryšys tarp rizikos draudimo fondų ir akcijų rinkos gražos didėja per finansines krizes – 1998 m. bei 2008 m. Kaip

buvo minėta antroje darbo dalyje, sisteminė rizika gali pasireikšti, kai koreliacija tarp skirtingų investicijų padidėja per įtemptus laikotarpius. Ryšys tarp rizikos draudimo fondų ir rinkos gražos priklauso nuo investavimo strategijų, tačiau iš penkių nagrinėtų indeksų tik vienas pasižymi silpnu ryšiu su rinkos indeksais, kitų trijų strategijų indeksai bei rizikos draudimo fondų bendrasis indeksas pasižymi vidutiniu arba stipriu ryšiu. Literatūroje teigiama, kad tradiciškai rizikos draudimo fondų pelningumas silpnai koreliuoja su tradicinėmis akcijų rinkomis, todėl suteikia apsaugą esant neramioms rinkoms. Tyrimo rezultatai paneigė šį teiginį, kadangi daugumos rizikos draudimo fondų strategijų graža stipriai koreliuoja su akcijų rinkomis.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Išvados:

1. Įvairių autorių rizikos draudimo fondų naudojamų strategijų klasifikavimas skiriasi. Taip yra dėl to, jog priešingai nei investiciniai fondai, rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų. Tai susiję su informacijos stoka ir rizikos draudimo fondų veiklos neskaidrumu. Pagal trijų autorių klasifikavimą pateiktas apibendrintas klasifikavimas, išskiriant tris pagrindines strategijų grupes: kryptines, nekryptines ir svarbių įvykių. Rizikos draudimo fondų strategijos reikalauja aktyvaus valdymo ir daugeliu atvejų apima didelį sverto naudojimą.
2. Rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomas finansinių aktyvų portfelis sparčiai auga. Jų naudojamos investavimo strategijos kito priklausomai nuo ekonominių sąlygų. Nuo pirmojo rizikos draudimo fondo įkūrimo 1949 m. iki šių dienų buvo ir pakilimų, ir nuosmukių. Pirmasis rizikos draudimo fondų šakos sumažėjimas prasidėjo 1969 m. ir tik 1985 m. šie fondai vėl tapo populiarūs. Tačiau 1998 m. prasidėjo šakos augimo sumažėjimas, o 2002 m. rizikos draudimo fondų skaičius vėl pradėjo didėti ir jų vaidmuo bei įtaka finansų rinkoms nuolat didėja. Tai ypač atsiskleidė per 2007-2008 m. finansinę krizę. Šiuo laikotarpiu pirmą kartą žymiai sumažėjo rizikos draudimo fondų skaičius ir jų valdomas finansinių aktyvų portfelis.
3. Rizikos draudimo fondai teigiamai veikia finansų rinkas dėl prisiimamos didelės rizikos – tai didina likvidumą, mažina sistemine riziką, švelnina rinkos šokus, aktyviai analizuodami rinkas padeda atskleisti tikrąsias finansinių instrumentų kainas, dėl jų veiklos didėja likvidumas netradicinėse rinkose, veikia kaip atsvara minios elgesiui. Neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms dažniausiai pasireiškia per jų įtaką bankams. Tiesioginis poveikis būna tuomet, kai vieno ar grupės rizikos draudimo fondų žlugimas veda į staigų investicijų atsikratymą, taip rinkoje krenta investicijų kainos. Poveikis turto kainoms gali būti padidintas dėl sverto naudojimo, kai nukritus investicijų kainoms rizikos draudimo fondai turi jas parduoti žema kaina, taip dar labiau sustiprindami rinkos kryptį. Sistemine rizika gali pasireikšti, kai koreliacija tarp skirtingų investicijų padidėja per įtemptus laikotarpius, arba kai minios elgesys padidina rinkos judėjimą.
4. Tyrimo rezultatai patvirtino hipotezę - tarp rizikos draudimo fondų gražos ir akcijų rinkos gražos yra reikšmingas ryšys (aukšta teigiama koreliacija). JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkose didžiausi ryšio stiprumo pokyčiai buvo 1998 m. ir 2008 m. Tai rodo sisteminės rizikos pasireiškimą, kai koreliacija tarp skirtingų investicijų padidėja per finansinių krizių laikotarpius. Visose nagrinėtose rinkose silpniausias ryšys yra

su kryptinių strategijų indeksu. Taip yra dėl kryptinių strategijų (globali makro, suvaldytos ateities) orientavimosi ne į vertybinių popierių, o į valiutų rinkas. Stipriausias ryšys skiriasi kiekvienoje rinkoje, tačiau visur yra stiprus ryšys su rizikos draudimo fondų bendru indeksu ir ilgu/trumpu pozicijų indeksu. Stiprus ryšys su bendru rizikos draudimo fondų indeksu rodo, kad nepriklausomai nuo naudojamų strategijų, vertinant rizikos draudimo fondus kaip visumą, jie yra stipriai susiję su akcijų rinkomis. Ryšio silpnėjimo tendenciją turi tik ryšys su kryptinių strategijų indekso pelningumu. Kitų rizikos draudimo fondų indeksų pelningumų ryšys su akcijų rinkos pelningumu turi stiprėjimo tendenciją. Taigi matome, jog rizikos draudimo fondų ir akcijų rinkų grąža tampa vis labiau viena nuo kitos priklausomos.

Pasiūlymai:

1. Siekiant apsaugoti ne tik rizikos draudimo fondų investuotojus, bet ir visų finansų rinkų dalyvius, nustatyti sverto naudojimo apribojimus, - taip būtų sumažinta rizika ir kartu neigiama įtaka finansų rinkoms.
2. Siekti didesnio rizikos draudimo fondų veiklos skaidrumo. Tai būtų galima įgyvendinti rizikos draudimo fondams teikiant ataskaitas apie skolintų lėšų naudojimą, daromas reikšmingo dydžio investicijas bei pelningumo duomenis. Turint šią informaciją atsirastų galimybė patikimai įvertinti rizikos draudimo fondų poveikį finansų rinkoms.

MASKALIŪNAITĖ, Alma. (2011) *Rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms*. Magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 61 p.

SANTRAUKA

RAKTINIAI ŽODŽIAI: rizikos draudimo fondai, investiciniai fondai, finansų rinkos, investavimo strategijos, veiklos rezultatai.

Rizikos draudimo fondai sparčiai auga ir užima vis didesnę dalį turto valdymo rinkos. Jie nėra reguliuojami ir gali naudoti įvairias rizikingas investavimo strategijas. Todėl aktualu išnagrinėti rizikos draudimo fondų daromą įtaką finansų rinkoms.

Tyrimo objektas – rizikos draudimo fondai, darbo tikslas – išsiaiškinti, kaip rizikos draudimo fondai gali veikti finansų rinkas ir įvertinti rizikos draudimo fondų daromą įtaką JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkoms. Šiam tikslui pasiekti iškelti šie svarbiausi uždaviniai: išnagrinėti rizikos draudimo fondų naudojamas investavimo strategijas, išanalizuoti rizikos draudimo fondų veiklą 1949-2010 m. laikotarpiu, išnagrinėti rizikos draudimo fondų investavimo strategijų grąžos ir JAV, išsivysčiusių bei besivystančių šalių akcijų rinkų grąžos ryšį.

Įvairių autorių rizikos draudimo fondų naudojamų strategijų klasifikavimas skiriasi. Pagal trijų autorių klasifikavimą pateiktas apibendrintas klasifikavimas, išskiriant tris pagrindines strategijų grupes: kryptines, nekryptines, svarbių įvykių. Rizikos draudimo fondų strategijos reikalauja aktyvaus valdymo ir daugeliu atvejų apima didelį sverto naudojimą.

Rizikos draudimo fondų naudojamos investavimo strategijos kito priklausomai nuo ekonominių sąlygų. Nuo pirmojo rizikos draudimo fondo įkūrimo 1949 m. iki šių dienų buvo ir pakilimų, ir nuosmukių. Rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms nuolat didėja.

Tyrimo rezultatai patvirtino hipotezę - tarp rizikos draudimo fondų grąžos ir rinkos grąžos yra reikšmingas ryšys (aukšta koreliacija). Todėl daroma išvada, kad rizikos draudimo fondų veikla daro reikšmingą įtaką finansų rinkoms.

Darbą sudaro trys dalys. Darbo apimtis – 61 puslapis, pateiktos 7 lentelės, 19 paveikslų. Panaudota 63 literatūros šaltiniai.

MASKALIŪNAITĖ, Alma. (2011) *The Influence of the Hedge Funds on the Financial Markets*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 61 p.

SUMMARY

KEYWORDS: hedge funds, mutual funds, financial markets, investment strategies, performance.

Hedge funds are growing impressively and have bigger and bigger share on capital markets. They are unregulated and can freely use various risky investment strategies. That is why it is important to analyze their impact on financial markets.

The subject of research is hedge funds, the objective of the work – to analyze how the hedge funds may influence financial markets and assess the hedge funds influence on USA, developed and emerging equity markets. In order to achieve this goal, are set these basics tasks: to analyze investment strategies, to study hedge funds performance in years 1949-2010, to analyze the relationship between different hedge funds investment strategies returns and USA, developed and emerging equity market returns.

Different authors suggest different hedge funds strategies classification. In this paper is given classification done under three authors. There are three main groups of strategies: directional, market neutral, event driven. Hedge funds investment strategies demand active operation and use high leverage.

Hedge funds strategies, used over time, had depended on economy environment. There were ups and downs in hedge funds industry form 1949 then the first hedge fund was established till nowadays. Hedge funds' influence on financial markets is constantly growing.

The results of the research confirm the hypothesis – hedge funds returns and market returns are correlative. Because of this, the conclusion is made, that hedge funds activity makes significant impact on financial markets.

The paper consists of three parts. The size of this paper is 62 pages. There are 7 tables and 19 pictures in this paper. 63 sources of literary are used.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ACKERMANN, Carl; McENALLY, Richard; RAVENSCRAFT, David. (1999) *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives* [interaktyvus]. The Journal of Finance. Vol. LIV, No.3 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119065628/PDFSTART>
2. ANDERSON, Jenny (2007) *U.S. regulators grow alarmed over 'hedge fund hotels' - Business - International Herald Tribune*. [interaktyvus]. The New York Times, [žiūrėta 2011 m. kovo 5 d.] Prieiga per internetą: http://www.nytimes.com/2007/01/01/business/worldbusiness/01iht-Hedge.4071677.html?_r=2
3. TOBIAS, Adrian. (2007) *Measuring risk in the hedge fund sector* [interaktyvus]. Current Issues in Economics & Finance. Vol. 13 Issue 3. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=11&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=25023250> ISSN 19362374
4. BABA, Naohiko; GOKO, Hiromichi. (2006) *Survival analysis of hedge funds* [interaktyvus]. Bank of Japan, [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/Survival%20Analysis%20of%20Hedge%20Funds.pdf>
5. BECKER, Brandon; DOHERY-MINICOZZI, Colleen. (2000) *Hedge Funds in Global Financial Markets*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. kovo 24 d.] Prieiga per internetą: <http://www.wilmerhale.com/files/Publication/6a289a59-73ba-4bb7-a1e5-2b2232d858d2/Presentation/PublicationAttachment/d40c0566-7cfc-4381-aa61-d30812777594/Markets.PDF>
6. BIANCHI, Robert; DREW, Michael. (2010) *Hedge Fund Regulation and Systemic Risk*. [interaktyvus]. Griffith law review (2010) VOL 19 NO 1. [žiūrėta 2011 m. gegužės 2 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=b4950645-1505-4a61-9e4d-727dd82fd99e%40sessionmgr111&vid=1&hid=111>
7. BUSH, Janet. (2006) *Why Hedge Funds will destroy the World* [interaktyvus]. New Statesman. Vol. 135 Issue 4803. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=7&hid=113&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=21826174> ISSN 13647431
8. BOYSON, Nicole, M.; STAHEL, Christof, W.; STULZ, Rene, M. (2006) *Is there Hedge Fund Contagion?* [interaktyvus]. NBER Working Paper No. W12090, [žiūrėta 2009 m.

- lapkričio 10 d.] Prieiga per internetą:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=888292###
9. CAPOCCI, Daniel (2006) *Neutrality of market neutral funds* [interaktyvus]. Global Finance Journal 17, [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą:
http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6W4F-4M9H3R4-1-1&_cdi=6541&_user=5677593&_orig=search&_coverDate=12%2F31%2F2006&_sk=999829997&view=c&wchp=dGLzVtb-zSkzV&md5=227e96d031103c22590553f9a3273485&ie=/sdarticle.pdf
 10. CAPOCCI, Daniel P.J. (2009) *The persistence in hedge fund performance: extended analysis*. [interaktyvus]. INTERNATIONAL JOURNAL OF FINANCE & ECONOMICS 14: 233–255, [žiūrėta 2009 m. sausio 12 d.] Prieiga per internetą:
<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/120748825/PDFSTART>
 11. CHAN, Nicholas; GETMANSKY, Mila; HAAS, Shane; LO, Andrew. (2007) *Do hedge funds increase systemic risk* [interaktyvus]. Economic Review. Vol. 91 Issue 4, [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą:
<http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=9&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWwhvc3QtG12ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=23788235> ISSN 07321813
 12. CHAPMAN, John (2010) *Phasing out hedge funds*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. kovo 24 d.] Prieiga per internetą:
<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=abcf1ef3-347a-46f4-a2ab-94447b3e2db1%40sessionmgr110&vid=2&hid=106>
 13. CONNOR, Gregory; WOO, Mason. (2003) *An Introduction to Hedge Funds* [interaktyvus]. London School of Economics, [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą:
<http://www.iam.uk.com/press/lse-publications/An-Introduction-to-Hedge-Funds.pdf>
 14. DING, Bill; SHAWKY, Hany A.; TIAN, Jianbo. (2008) *Liquidity shocks, size and the relative performance of hedge fund strategies* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą:
http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6VCY-4TP49N4-2-1&_cdi=5967&_user=5677593&_orig=search&_coverDate=05%2F31%2F2009&_sk=999669994&view=c&wchp=dGLzVtb-zSkzV&md5=85f045e3f26b45390798733777f2f9f0&ie=/sdarticle.pdf
 15. DZIKEVIČIUS, Audrius, ZAMZICKAS, Mantas. (2009) *An Overview of Financial Crises in U.S.* [interaktyvus]. Ekonomika ir vadyba, 2009 Nr. 14, [žiūrėta 2009-11-17]. Prieiga per

interneta: <http://www.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/14/1822-6515-2009-166.pdf> ISSN 1822-6515

16. EDWARDS, Franklin R.; GOAN, Stav. (2003) *Hedge funds: what do we know?* [interaktyvus]. Journal of applied corporate finance. Volume 15.4 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118849146/PDFSTART>
17. ELING, Martin (2006) *Performance measurement of hedge funds using data envelopment analysis* [interaktyvus] [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/yj452048jp7689p7/fulltext.pdf>
18. ELING, Martin; SCHUHMACHER, Frank. (2005) *Performance Measurement of Hedge Fund Indices - Does the Measure Matter?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/q4611235g3j12278/fulltext.pdf>
19. EUROPOS KOMISIJA (2009) *Sutramdyti rizikingą investavimą* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 11 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/news/economy/090430_lt.htm
20. FERGUSON, Roger; LASTER, David. (2007) *Hedge Funds and Systemic Risk. Banque de France. Financial Stability Review – Special issue on hedge funds..* [interaktyvus]. No. 10, April 2007 [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2007/etud5_0407.pdf
21. FRUSH, Scott (2008) *Hedge Funds demystified*. McGraw-Hill. 321p.
22. GARBARAVIČIUS, Tomas; DIERICK, Frank. (2005) *Hedge Funds and their Implications for Financial Stability* [interaktyvus] European Central Bank. No. 34/August 2005 [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf> ISSN 1725-6534
23. GARMHAUSEN, Steve (2007) *Taking the Mystery out of Hedge Funds* [interaktyvus] [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=7&hid=12&sid=20efcdda-2432-4745-83e5-6b89d0efc0ce%40sessionmgr12>
24. GIBSON, Rajna; GRYGER, Sebastien. (2007) *The Style Consistency of Hedge Funds* [interaktyvus]. European Financial Management, Vol. 13, No.2, 2007. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118522898/PDFSTART>
25. Greenwich Alternative Investments. *Greenwich Global Hedge Fund Index Construction Methodology* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. lapkričio 3 d.] Prieiga per internetą: http://www.greenwichai.com/index.php?option=com_wrapper&view=wrapper&Itemid=36

26. GREGORIOU, G.N.; SEDZRO, K; ZHU, J. (2005) *Hedge funds performance evaluation* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/x0pr767541n366g4/fulltext.pdf>
27. GRIFFIN, John M.; XU, Jin. (2009) *How Smart Are the Smart Guys? A Unique View from Hedge Fund Stock Holdings* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/reprint/22/7/2531?maxtoshow=&HITS=10&hits=10&RESULTFORMAT=&fulltext=How+Smart+Are+the+Smart+Guys&searchid=1&FIRSIINDEX=0&resourcetype=HWCIT>
28. GUPTA, Anurag; LIANG, Bing. (2005) *Do hedge funds have enough capital? A value-at-risk approach* [interaktyvus]. *Journal of Financial Economics* 77 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6VBX-4FMK8MG-1-2R&_cdi=5938&_user=5677593&_orig=search&_coverDate=07%2F31%2F2005&_sk=999229998&view=c&wchp=dGLzVtb-zSkzV&md5=5ab01d9f0b8e5bb733f40fb14c37773e&ie=/sdarticle.pdf
29. HARMES, Adam (2002) *The Trouble with Hedge Funds* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118933081/PDFSTART>
30. HedgeFund.Net (2010) *Strategy Focus Report: Funds of Hedge Funds*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. gegužės 2 d.] Prieiga per internetą: <http://www.emii.com/Strategy%20Focus%20Report%20-%20Funds%20of%20Funds.pdf>
31. HEDGES, James, R. (2005) *Hedges on Hedge Funds. How to successfully analyze and select an investment*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. p. 257p.
32. JASIENĖ, Meilė; LAURINAVIČIUS, Antanas. (2008) *Alternatyvus investavimas plėtojant ekonomiką*. [interaktyvus]. *Public Administration*. Vol. 4 Issue 20. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=5&hid=8&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=36676545> ISSN 16484541
33. JEAGER, Robert (2003) *All about hedge funds, The easy way to get started*. McGraw-Hill. 325p.
34. JICKLING, Mark (2007) *Hedge Funds: Should They be Regulated?* [interaktyvus]. CRS Report for Congress. [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: <http://www.abiworld.org/pdfs/CRSReportShouldHedgeFundsbeRegulated.pdf>

35. JONNA, Paul M. (2008) *In Search of Market Discipline: The Case for Indirect Hedge Fund Regulation* [interaktyvus]. Vol. 45: 989 [žiūrėta 2009 m. Lapkričio 10 d.] Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1333927
36. KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. (2007) *Hedge funds, financial intermediation, and systemic risk* [interaktyvus]. FRBNY Economic Policy Review. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=13&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=28692336>
37. KASIULEVIČIUS, V., DENAPIENĖ, G. (2008) *Statistikos taikymas mokslinių tyrimų analizėje*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. lapkričio 3 d.] Prieiga per internetą: http://www.gerontologija.lt/files/edit_files/File/pdf/2008/nr_3/2008_176_180.pdf
38. KASSBERGER, Stefan; KIESEL, Rudiger. (2006) *A fully parametric approach to return modelling and risk management of hedge funds* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/g75132406672537q/fulltext.pdf>
39. KING, Michael, R.; MAIER, Philipp. (2007) *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*. [interaktyvus]. Bank of Canada. [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: <http://www.bankofcanada.ca/en/res/dp/2007/dp07-9.pdf> ISSN 1914-0568
40. KOUWENBERG, Roy; ZIEMBA, William T. (2007) *Incentives and risk taking in hedge funds* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6VCY-4NF7Y6G-2-1&_cdi=5967&_user=5677593&_orig=search&_coverDate=11%2F30%2F2007&_sk=999689988&view=c&wchp=dGLzVtb-zSkzV&md5=654d78286d6add7d9d9f9bb2c3dacd2&ie=/sdarticle.pdf
41. LA MOIGNE, Cecile; SAVARIA, Patrick. (2006) *Relative importance of hedge fund characteristics* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/0316t83874808128/fulltext.pdf>
42. LANDIS, David. (2005) *9 Simple Truths about Hedge Funds* [interaktyvus]. Kiplinger's Personal Finance. Vol. 59 Issue 3. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=15&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=15993456> ISSN 15289729
43. LHABITANT, Francois-Serge. (2006) *Handbook of hedge funds*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd. 654 p. ISBN 13 978-0-470-02663-2

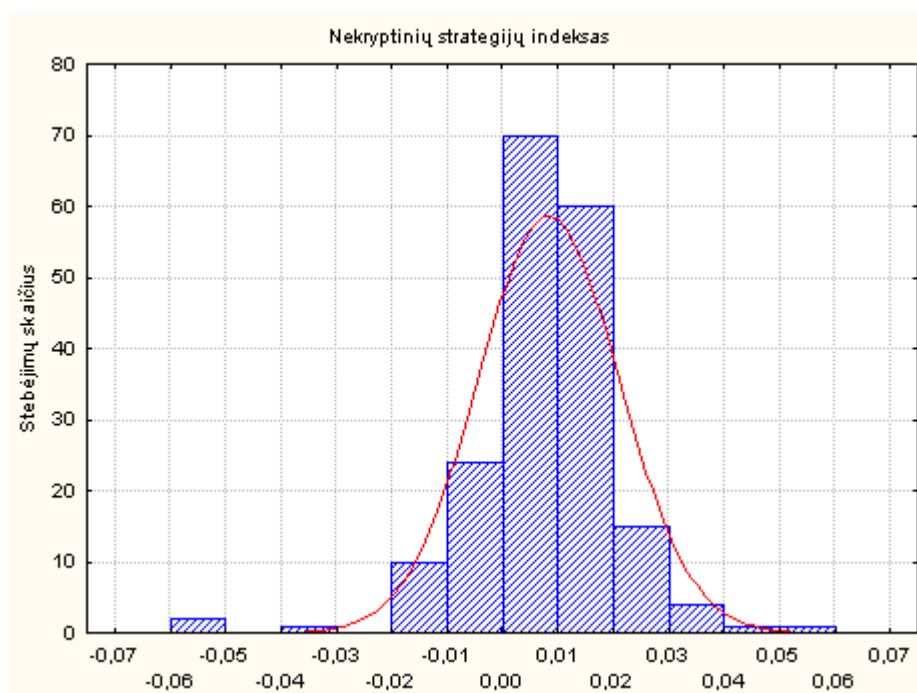
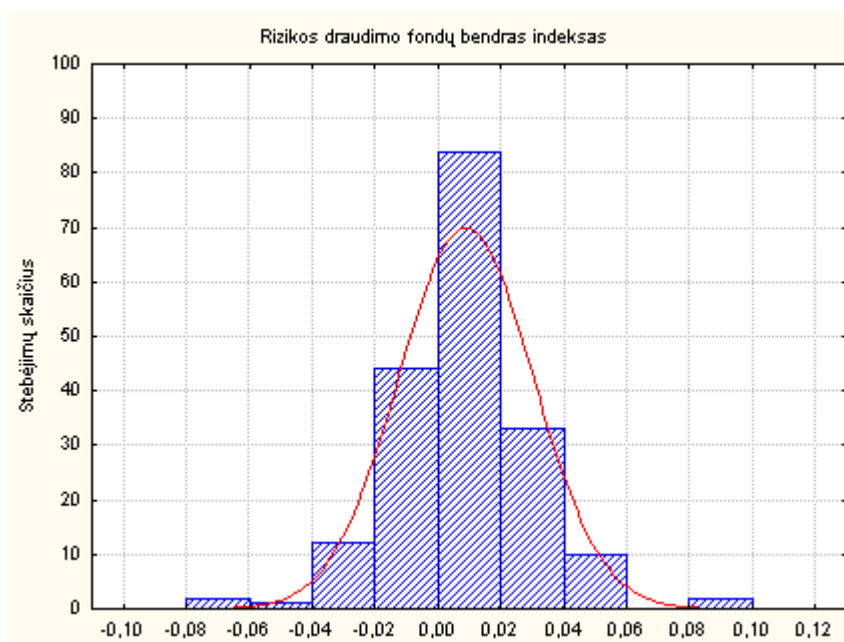
44. LIANG, Bing. (1998) *On the Performance of Hedge Funds*. Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, Cleveland. 41 p.
45. LIANG, Bing (2000) *Hedge fund performance: 1990-1999* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: intra.som.umass.edu/liang/research/paper.doc
46. MARTIN, Erin, E. (2008) *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act* [interaktyvus]. volume 53/2008/09 [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=5&hid=12&sid=bcba00-5303-4c9f-91bf-636c38734d79%40sessionmgr12>
47. McCRARY, Stuart (2002) *How to Create and Manage a Hedge Fund*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 385p.
48. McVEA, Harry (2008) *Hedge fund administrators and asset valuations – does it all add up?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?contentType=Article&Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/3110160201.pdf>
49. MSCI (2010) Index Definitions. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: <http://www.msci.com/products/indices/tools/index.html#EAFE>
50. OSTERBERG, William; THOMSON, James B. (1999) *The Truth about Hedge Funds* [interaktyvus]. Federal Reserve Bank of Cleveland [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=5&hid=12&sid=6c817d45-d9cd-470c-8358-0a370404b897%40sessionmgr10>
51. PEJMAN, Jubin (2009) *Did LTCM foreshadow recent events?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. sausio 12 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=13&sid=369ee310-bd61-4de7-9142-cfe020cc6be4%40sessionmgr11>
52. PHILIPS, Christopher, B. (2006) *Understanding Alternative Investments: A Primer on Hedge Fund Evaluation*. Vanguard Investment Counseling and Research. [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. birželio 3 d.] Prieiga per internetą: https://institutional.vanguard.com/iip/pdf/hedgefunds_012005.pdf
53. RODRIGUEZ-MANCILLA, Jose; ZIEMBA, William T. (2007) *The duality of option investment strategies for hedge funds* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/h4q5344024891200/fulltext.pdf>
54. Russell Investments (2010) Glossary [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: http://www.russell.com/us/glossary/indexes/msci_emf_index.htm

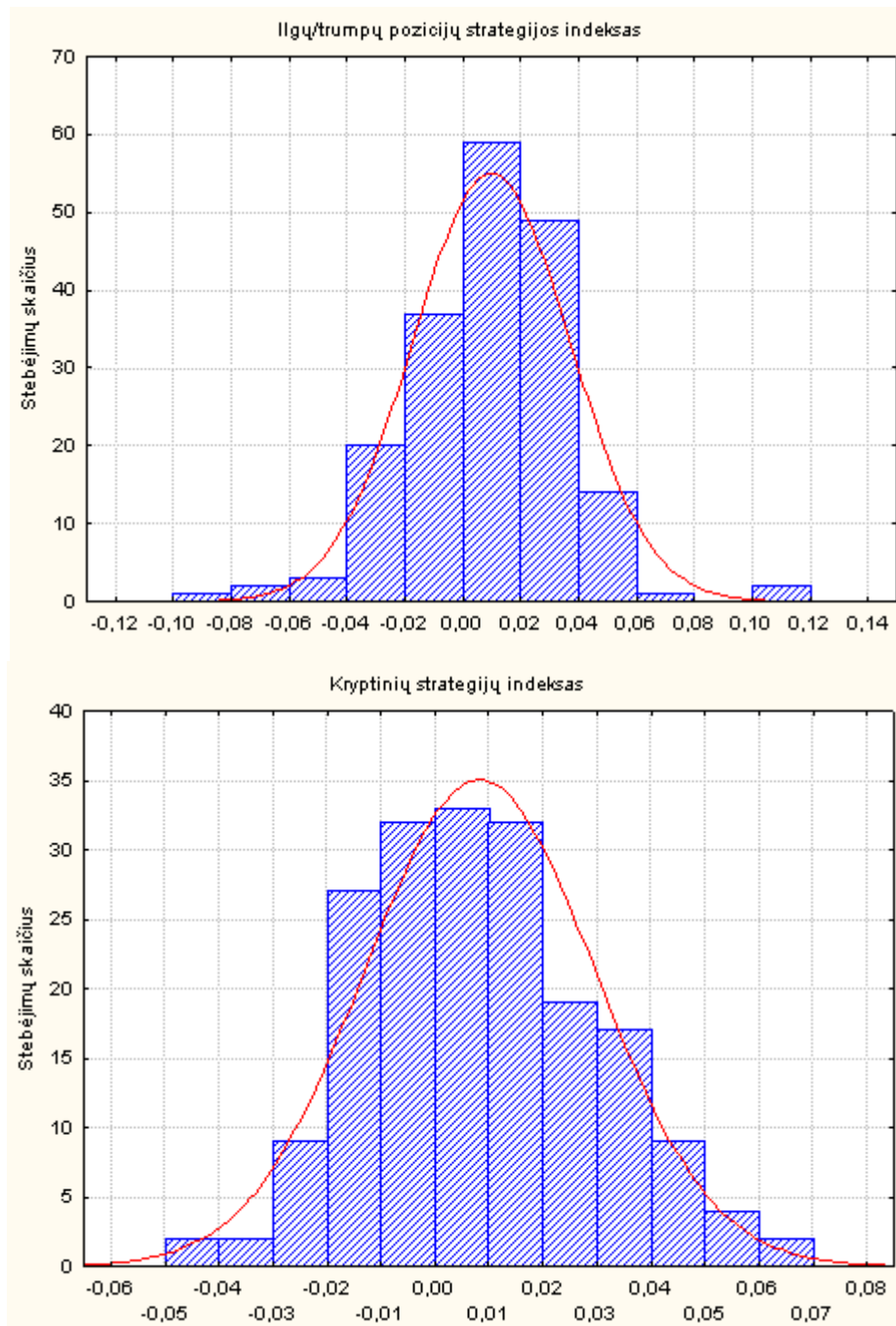
55. SCHNEEWEIS, Thomas; KAZEMI, Hossein; MARTIN, George. (2003) *Understanding Hedge Fund Performance: Research Issues Revisited – Part II*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. gegužės 26 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&hid=12&sid=177c850e-c5e5-453e-94e8-027da14a70b5%40sessionmgr13>
56. SCHNEIDER, Marguerite; RYAN, Lori Verstegen. (2009) *A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/px27t5x4w2671648/fulltext.pdf>
57. STEFANINI, Filippo. (2006) *Investment Strategies of Hedge Funds*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 336p. ISBN 13 978-0-470-02627-4
58. STRAUMANN, Daniel (2009) *Measuring the Quality of Hedge Fund Data*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. vasario 10 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?hid=7&sid=4997813a-df96-46e2-af52-aaa38d815543%40sessionmgr13&vid=2>
59. STROMQVIST, Maria (2009) *Hedge Funds and Financial Crises*. [interaktyvus]. Economic review 1/2009. [žiūrėta 2011 m. gegužės 2 d.] Prieiga per internetą: http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/PoV_sve/eng/stromqvist2009_1_eng.pdf
60. TANCAR, Roman; VIEBIG, Jan. (2008) *Alternative beta applied—an introduction to hedge fund replication* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/t2v583u1746770n1/fulltext.pdf>
61. INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON (2009) *Hedge Funds 2009* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 13 d.] Prieiga per internetą: <http://www.thehedgefundjournal.com/research/ifsl/cbs-hedge-funds-2009-2-.pdf>
62. INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON (2010) *Hedge Funds 2010* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. balandžio 14 d.] Prieiga per internetą: http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge_Funds_2010.pdf
63. WELCH, Scott. (2008) *The Hitchhiker's Guide to Core/Satellite Investing*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. sausio 13 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=6&hid=12&sid=177c850e-c5e5-453e-94e8-027da14a70b5%40sessionmgr13>

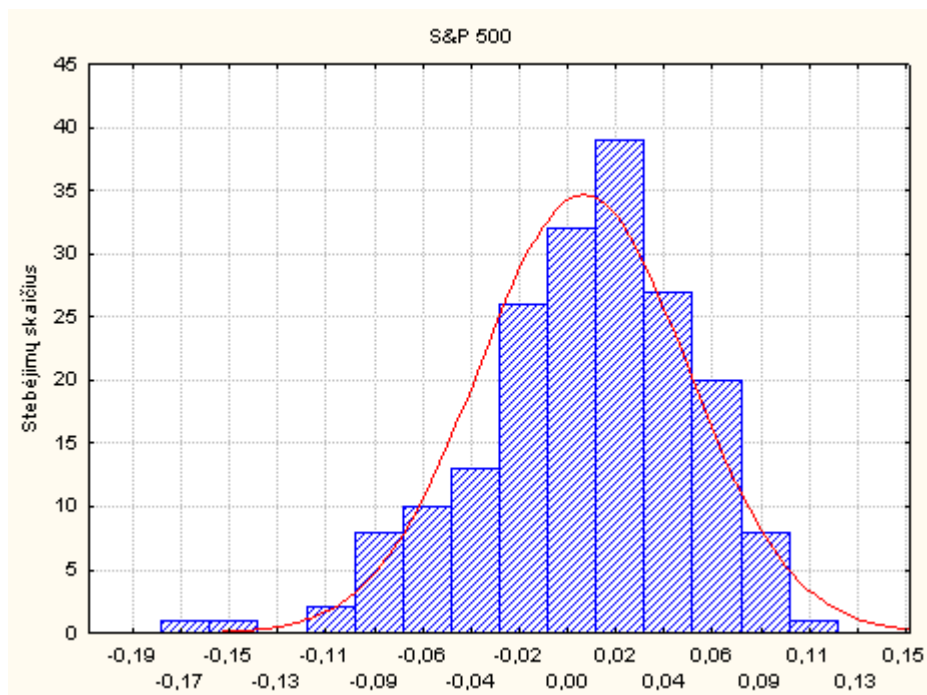
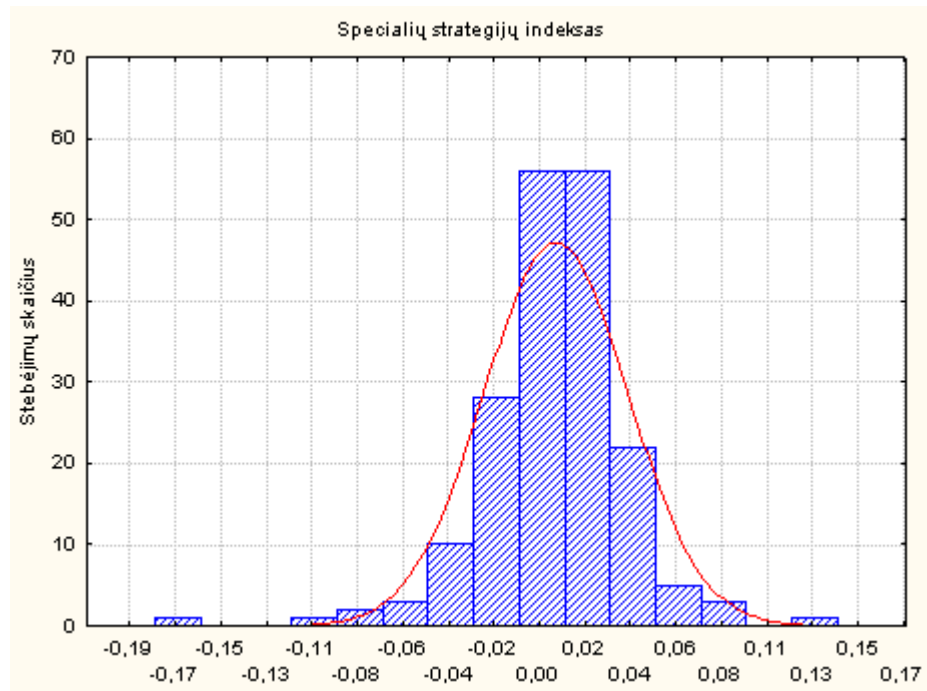
PRIEDAI

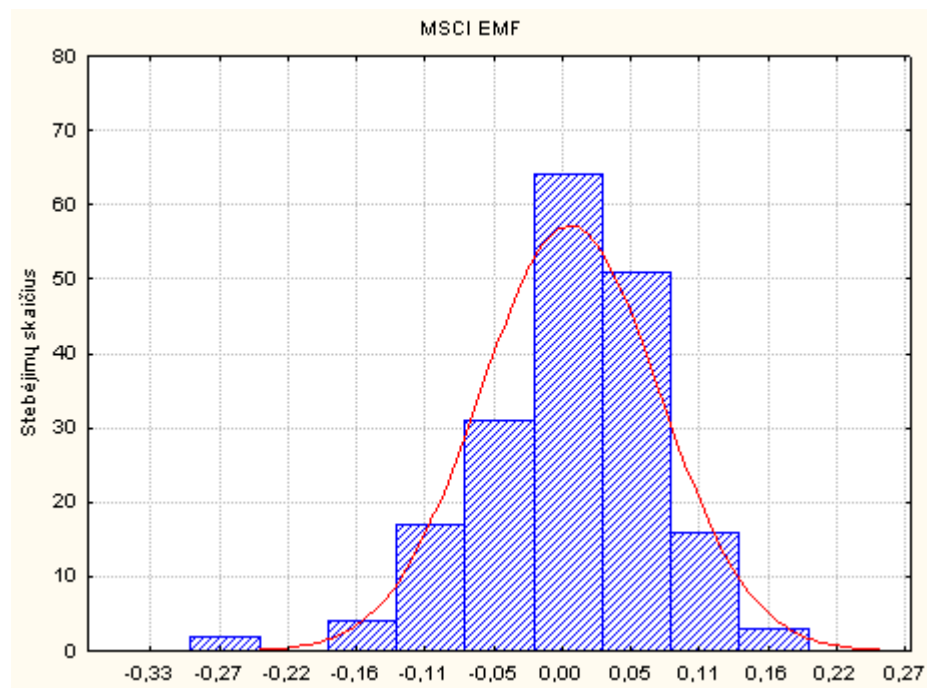
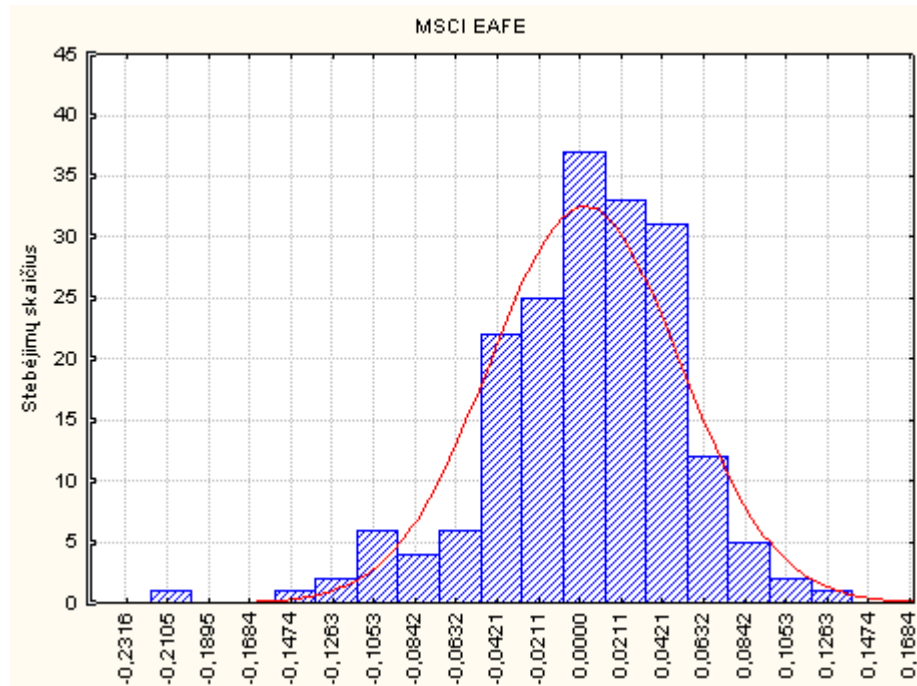
1 PRIEDAS. Rizikos draudimo fondų indeksų ir rinkos indeksų pelningumų skirstiniai	63
2 PRIEDAS. Konferencijos pranešimo „Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms“ kopija	67
3 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos titulinio lapo kopija ...	68
4 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos, kurioje spausdintas straipsnis, turinio kopija	78
5 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ programos kopija	79
6 PRIEDAS. Konferencijos dalyvio pažymėjimo kopija.....	81

1 PRIEDAS. Rizikos draudimo fondų indeksų ir rinkos indeksų pelningumų skirstiniai









2 PRIEDAS. Konferencijos pranešimo „Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms“ kopija

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“, Kaunas: VU KHF, 2010 m., gruodžio 9d.
ISBN 978-9955-33-619-8

RIZIKOS DRAUDIMO FONDAI IR JŲ ĮTAKA FINANSŲ RINKOMS

Alma Maskaliūnaitė

*Apskaita, finansai ir bankininkystė, II kursas
Finansų ir apskaitos katedra, Kauno humanitarinis fakultetas
Vilniaus universitetas, Muitinės g. 8, Kaunas
alma.maskaliunaite@khf.stud.vu.lt*

Santrauka. Rizikos draudimo fondai sparčiai auga ir užima vis didesnę dalį turto valdymo rinkos. Jie nėra reguliuojami ir gali naudoti įvairias rizikingas investavimo strategijas. Šių fondų veiklos įtaka finansų rinkų stabilumui nėra atskleista, mokslinių tyrimų rezultatai šia tema yra prieštaringi. Įvairių autorių rizikos draudimo fondų naudojamų strategijų klasifikavimas skiriasi. Taip yra dėl to, jog priešingai nei investiciniai fondai, rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų. Literatūroje išskiriama tiek teigiama, tiek neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms. Rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos ir tobesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo, padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams, padeda atskleisti tikrąją finansinių instrumentų kainą bei veikia kaip atsvara minios instinktui. Rizikos draudimo fondų naudojama finansinio svorto strategija yra rizikinga įtemptų laikotarpių metu dėl likvidumo rizikos, naudodami rizikingas strategijas daro įtaką finansiniam stabilumui dėl savo dydžio ir aktyvaus vaidmens rinkose.

Reikšminiai žodžiai: rizikos draudimo fondai, finansinis stabilumas, finansų rinkos, investavimo strategijos, investiciniai fondai.

Įvadas

Straipsnio aktualumas ir temos ištyrimo lygis. Pastarieji metai pasižymėjo sparčia rizikos draudimo fondų (angl. k. hedge funds) plėtra, šie fondai pasiekė tokį dydį, kuris juos įgalino daryti poveikį finansiniam stabilumui. Jie yra nereguliuojami, nėra apriboti investavimo taisyklių, todėl gali naudoti įvairias agresyvias investavimo strategijas. Šių fondų veiklos įtaka finansų rinkų stabilumui nėra atskleista, mokslinių tyrimų rezultatai šia tema yra prieštaringi.

Mokslinė problema: kaip rizikos draudimo fondai veikia finansų rinkų stabilumą.

Tyrimo tikslas: išnagrinėti rizikos draudimo fondų įtaką finansiniam stabilumui.

Tyrimo uždaviniai:

1. apibrėžti rizikos draudimo fondo sąvoką;
2. išsiaiškinti, kaip yra reguliuojami rizikos draudimo fondai;
3. išnagrinėti rizikos draudimo fondų naudojamas investavimo strategijas;
4. išanalizuoti teigiamus ir neigiamus rizikos draudimo fondų efektus finansų rinkoms.

Tyrimo objektas: rizikos draudimo fondai.

Tyrimo metodai: literatūros šaltinių analizė, sintezė, informacijos detalizavimas ir apibendrinimas, palyginimas.

1. Kas yra rizikos draudimo fondai

Rizikos draudimo fondai, dar vadinami apribotos rizikos fondais (angl. hedge funds), taip pat kaip ir investiciniai ir pensijų fondai, yra finansų tarpininkai, kurie profesionaliai valdo kitų asmenų ar institucijų investicijas. Šie kolektyvinio investavimo subjektai kartu su rizikos kapitalo fondais priklauso alternatyvių investicinių produktų sektoriaus segmentui. Tačiau šie fondai nėra instituciniai investuotojai, kuriems priskiriami investiciniai ir pensijų fondai. (Schneider, Ryan, 2009)

Rizikos draudimo fondai nėra šių dienų išradimas. Pirmasis toks fondas įkurtas JAV 1949 m. Alfred Winslow Jones pradėjo partneryste parentą investavimą, kuris yra laikomas pirmuoju

2 PRIEDAS (TĘSINYS)

rizikos draudimo fondu. Daugelis jo prieš daugiau kaip 50 metų pasiūlytų idėjų tebėra rizikos draudimo fondų pagrindas. A.Jones suformavo savo fondą taip, kad jis būtų atleistas nuo reguliavimo. Tai sudarė sąlygas naudoti daugybę investavimo strategijų, tokių kaip skolintų vertybinių popierių pardavimas, svertas ir portfelio koncentracija (vietoj diversifikacijos). (Connor, Woo, 2003)

Rizikos draudimo ar apribotos rizikos fondo sąvoka klaidingai apibrėžia nagrinėjamus fondus, nes iš tiesų jie yra rizikingi, o pagal pavadinimą atrodo, jog rizikos vengia. Tačiau šis pavadinimas turi istorinę prasmę, nes pirmoji tokio tipo institucija naudojo skolintų vertybinių popierių pardavimo strategiją siekiant apriboti (angl. hedging) rinkos riziką. Įgyvendinant skolintų vertybinių popierių pardavimo strategiją pasiskolinamos akcijos iš finansų tarpininkų ir parduodamos esančia rinkos kaina tikintis, kad kaina nukris ir akcijas bus galima atpirkti ir grąžinti žemesne kaina. Bėgant laikui rizikos draudimo fondai pradėjo naudoti ir daugybę kitų investavimo strategijų, kurios nebūtinai apima rizikos ribojimą. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Garmhausen, 2007)

Pagal Frush (2008), A.Harmes (2002), J.Kambhu, T.Schuermann ir K.Stiroh (2007), F.Edwards ir S.Gaon (2003), S.Garmhausen (2007) galima išskirti šiuos rizikos draudimo fondų bruožus:

- Rizikos draudimo fondai turi minimalią organizacinę struktūrą ir dažniausiai valdymo sprendimai yra priimami vieno ar dviejų asmenų;
- skirti turtingiems individualiems ir instituciniams investuotojams. Gali turėti mažiau nei 500 „akredituotų“ investuotojų – turinčių tam tikrą kiekį turto ar pajamų;
- valstybinis reguliavimas silpnas;
- gali naudoti alternatyvias investavimo strategijas ir instrumentus;
- lanksčios investavimo strategijos;
- gali apriboti investuotojų lėšų atsiėmimą;
- stiprūs valdytojų paskatinimai;
- didelės pradinės investicijos – apie 1 mln. JAV dolerių.
- valdytojų investicijos į fondą;
- turi tik ribotą atskleidimo ir ataskaitų teikimo išipareigojimą reguliuotojams, visuomenei ir jų pačių investuotojams, todėl sunku gauti tikslią informaciją apie šį segmentą;
- neleidžiama reklamuotis;
- siekia absoliučios gražos, - uždirbti pelną tiek kylančiose, tiek krentančiose rinkose.
- rizikos draudimo fondų graža tik silpnai koreliuoja su visos rinkos graža.

Silpnai valstybės reguliuojami rizikos draudimo fondai turi veiklos laisvės pranašumą prieš tradicinius investicinius fondus, naudodami jiems neprieinamas investavimo strategijas ir įvairius finansinius instrumentus (skolintų vertybinių popierių pardavimas, išvestiniai finansiniai instrumentai, bei svertas – įgijamas tiesiogiai per išsiskolinimą ir netiesiogiai per svertą, esantį išvestiniuose finansiniuose instrumentuose). (Kambhu, Schuermann, Stiroh, 2007).

Rizikos draudimo fondai yra rizikingesni, tačiau ir pelningesni nei investiciniai fondai. Siekdami mažesnio reguliavimo rizikos draudimo fondai privalo nesireklamuoti ir riboti investuotojų skaičių, o investiciniai fondai yra viešai prieinami ir gali išnaudoti reklamos teikiamus privalumus, tačiau susiduria su dideliais apribojimais ir reguliavimu. Rizikos draudimo fondai visų pirma išsiskia dėl to, jog yra silpnai reguliuojami priežiūros institucijų. Tarpusavyje šie fondai yra labai skirtingi, pirmiausiai dėl naudojamų nevienodų investavimo strategijų, skirtingo kiekio skolintų lėšų investavimo, taikomų valdytojų paskatinimų.

2. Rizikos draudimo fondų reguliavimas

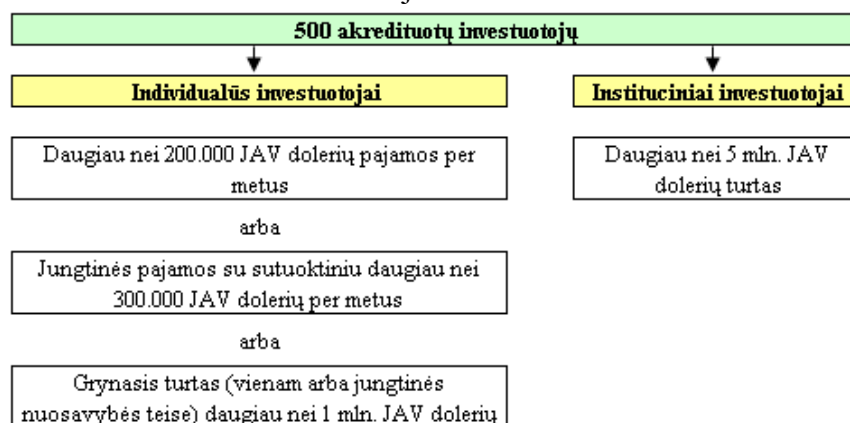
Keletas charakteristikų apsaugo rizikos draudimo fondus nuo reguliavimo, su kuriuo susiduria instituciniai investuotojai. Ribotas viešas priėjimas, aukšta minimali investuotojų turimo turto vertė leidžia rizikos draudimo fondams išvengti reikšmingo reguliavimo. Nors ir rizikos draudimo fondai privalo laikytis anti-apgavysčių atsargumo priemonių, prekybos taisyklių tarp susijusių asmenų ir

reikalavimų, susijusių su daugiau nei 5% akcijų valdymu, jie nėra reguliuojami taip pat kaip instituciniai investuotojai. (Schneider, Ryan, 2009)

Kad būtų atleisti nuo reguliavimo, rizikos draudimo fondai pasinaudoja investicinių kompanijų reguliavimo taisyklių išimtimis. Reguliavimo taisyklės negalioja, jeigu fondas viešai nesireklamuoja ir turi mažiau nei 100 investuotojų. Kita išimtis leidžia fondams likti nereguliuojamais, jeigu turima daugiau nei 100 investuotojų, bet jie yra akredituoti investuotojai. Tačiau įprasta investuotojų skaičių riboti iki 500. (Edwards, Gaon, 2003; Osterberg, Thomson, 1999)

Rizikos draudimo fondų valdytojai ieško minimalios kontrolės ir palankių mokesčių sąlygų. Todėl dauguma rizikos draudimo fondų steigiami ten, kur yra jiems palanki mokesčių politika. Ofšoriniai rizikos draudimo fondai steigiami tokiose vietose kaip Kaimanų salos, Britanijos Virdžinijos salos, Bermudų ir Bahamų salos. Rizikos draudimo fondų valdytojai, ne taip kaip patys fondai, paprastai įsikuria pagrindiniuose finansiniuose centruose. Europa (ypač Londonas) įtvirtino save kaip rizikos draudimo fondų valdytojų buvimo vietą. Tuo tarpu Airija tapo pagrindiniu rizikos draudimo fondų administracijos centru. (McVea, 2008; Garbaravičius, Dierick, 2005)

Rizikos draudimo fondai pritraukia institucinius ir turtingus individualius investuotojus. Minimali investicijos suma paprastai būna nuo 250.000 iki 1 mln. JAV dolerių. (Ackermann, Mcenally, Ravenscraft, 1999). Pagal C.Philips (2006) minimali investicija gali svyruoti nuo 1 mln. iki 5 mln. JAV dolerių. Matoma, jog fondai individualiai nusistato minimalias pradines investicijas, tačiau visais atvejais jų riba yra aukšta. Taip yra dėl rizikos draudimo fondų investuotojų skaičiaus ribojimo – galėdami priimti investicijas tik iš nedaugelio, bet norėdami sukaupti kuo daugiau lėšų investavimui, nustato aukštas minimalias investicijas.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal F.R. Edwards; S.Goan. (2003) Hedge funds: what do we know?

1 pav. Rizikos draudimo fondų investuotojai

Rizikos draudimo fondai tam, kad išvengtų reguliavimo gali priimti tik akredituotų investuotojų lėšas. Taip sumažinamas potencialių partnerių ratas. Akredituoti investuotojai yra individualūs investuotojai ir institucijos, kurie atitinka grynojo turto arba pajamų reikalavimus. Individai privalo turėti daugiau nei 200.000 JAV dolerių pajamas per metus paskutinius dvejus metus arba jungtines pajamas su sutuoktiniu viršijančias 300.000 JAV dolerių per metus paskutinius dvejus metus bei pagrįstą tikimybę pasiekti tokį patį pajamų lygį einamaisiais metais. Arba jų turimas grynasis turtas (vienam arba jungtinės nuosavybės teise) turi viršyti 1 mln. JAV dolerių (vertinant pirkimo metu buvusiomis kainomis). Institucinis investuotojas turi turėti daugiau nei 5 mln. JAV dolerių turtą arba turi būti bankas, santaupų ir paskolų asociacija, brokeris, draudimo kompanija, investicinė kompanija. Šių suvaržymų tikslas yra apriboti rizikos draudimo fondų investuotojus iki turtingų ir sofistikuotų, kuriems nereikia priežiūros institucijų teikiamos apsaugos. (Edwards, Gaon, 2003)

Taigi apibendrinant galima teigti, jog nors rizikos draudimo fondai yra žymiai mažesnio reguliavimo objektai nei kitos investicinės institucijos, jie privalo apriboti savo klientų ratą iki

palyginti turtingų individualių ir institucinių investuotojų, kuriems priežiūros institucijų nuomone nereikia vyriausybės apsaugos.

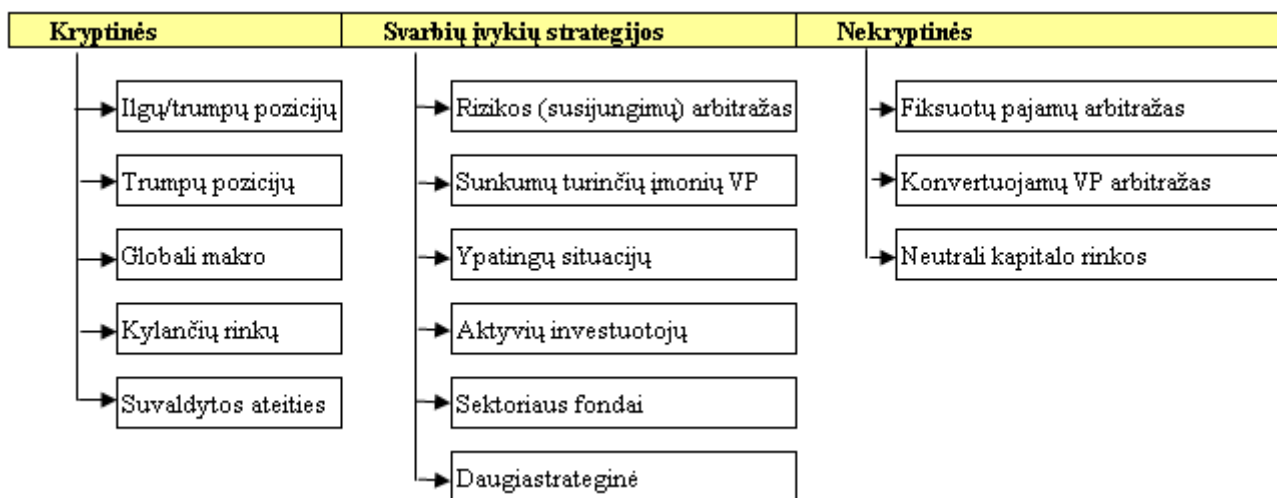
3. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos

Rizikos draudimo fondai pasižymi dideliu heterogeniškumu – dėl naudojamų skirtingų investavimo strategijų, rizikos lygio. Todėl racionalu rizikos draudimo fondus nagrinėti ne kaip visumą, o pagal naudojamą investavimo strategijas. Šis kriterijus yra svarbesnis fondo rizikos-pelningumo profiliui nei jo turto klasės pasirinkimas, sektoriaus ar geografinė orientacija. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Straipsnyje išnagrinėtas trijų autorių pateikiamas rizikos draudimo fondų investavimo strategijų skirstymas. Visų nagrinėtų autorių - T.Garbaravičius, F.Dierick (2005), F.Stefanini (2006), J.Hedges (2005) – strategijų klasifikavimas skiriasi. Taip yra dėl to, jog priešingai nei investiciniai fondai, rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų. Tai susiję su informacijos stoka ir rizikos draudimo fondų veiklos neskaidrumu. Nėra vienos rizikos draudimo fondų strategijų klasifikacijos, be to, šios strategijos nėra statiškos, jos gali kisti. (Gibson, Gyger, 2007)

Investavimo strategijas kuria kiekvienas fondo valdytojas, gali jas padaryti unikalias – tai priklauso nuo jo patirties ir kūrybingumo. (Stefanini, 2006)

Pagal T.Garbaravičius, F.Dierick (2005), F.Stefanini (2006) ir J.Hedges (2005) 2 pav. pateiktos rizikos draudimo fondų investavimo strategijos bei jų grupavimas.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Garbaravičius, T.; Dierick, F. (2005) Hedge Funds and their Implications for Financial Stability; Stefanini, F. (2006) Investment Strategies of Hedge Funds; Hedges, J. (2005) Hedges on Hedge Funds. How to successfully analyze and select an investment.

2 pav. Rizikos draudimo fondų investavimo strategijos

Kryptinės strategijos paprastai siekia numatyti rinkos judėjimo kryptį ir siūlo aukštą grąžą, tuo pačiu ir didelę riziką bei naudoja svertą. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Ilgų/trumpų pozicijų strategija apima vertybinių popierių pirkimą (tikintis kainos didėjimo) ir skolintų vertybinių popierių pardavimą (tikintis kainos mažėjimo). Apsidraudimui gali būti naudojami ateities ir pasirinkimo sandoriai. Orientacija gali būti regioninė, pvz. ilga pozicija – JAV įmonių akcijos, trumpa pozicija – Europos šalių įmonių akcijos; arba sektorinė, pvz. ilga pozicija – technologinių įmonių akcijos, trumpa pozicija - sveikatos apsaugos sektoriaus įmonių akcijos. Ilgų/trumpų pozicijų rizikos draudimo fondai linkę sudaryti ir laikyti tokį portfelį, kuris yra žymiai labiau koncentruotas nei tradicinių akcijų fondų. (Chan, Getmansky ir kt., 2007). Anot F.Stefanini (2006) ilgų/trumpų pozicijų strategijos grąža yra priklausoma nuo fondo valdytojo akcijų parinkimo įgūdžių. Ieškoma nepakankamai įvertintų (ilga pozicija, - tikimasi kainos kilimo), bei pervertintų

akcijų (trumpa pozicija – tikimasi kainos kritimo). Pagal S.McCrary (2002) šią strategiją įgyvendinantys fondai gali naudoti vien tik ilgų ar vien tik trumpų pozicijų strategiją - laikas nuo laiko jas keisti. Taip pat pabrėžiama, jog šie fondai gali turėti žymų poveikį tam tikriems sektoriams ar kompanijoms. (McCrary, 2002). Galbūt taip yra dėl to, jog tai viena populiariausių investavimo strategijų, 2008 m. duomenimis ją naudojo 33% fondų.

Trumpų pozicijų strategiją naudojantys rizikos draudimo fondai buvo stipri kategorija prieš ilgalaikę „bulių“ rinką XXa. dešimto dešimtmečio pabaigoje, kurios metu buvo sunku sėkmingai įgyvendinti *trumpų pozicijų* strategiją. Tuo metu atsirado nauja strategija – *trumpų pozicijų šališkumo*. Šios strategijos esmė – išlaikyti grynąsias trumpas pozicijas, o ne vien tik trumpas. Trumpų pozicijų šališkumo fondų valdytojai prisiima trumpas pozicijas daugumai vertybinių popierių ir išvestinių finansinių instrumentų. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Globali makro strategija apima ilgas ir trumpas pozicijas bet kuriose pasaulio kapitalo ar išvestinių finansinių instrumentų rinkose. Makro fondai yra geriausiai žinomi. Šių fondų strategija yra nuspėti globalias makroekonominės sąlygas. Pavyzdžiui, jei fondo valdytojas tikisi tam tikros šalies valiutos devalvacijos, jis prisiims trumpas šios valiutos pozicijas – tipiniu atveju pardavinėdamas būsimuosius sandorius. Pozicijos atspindi rizikos draudimo fondų valdytojų nuomonę apie bendrą rinkos kryptį, paveiktą pagrindinių ekonominių tendencijų ar įvykių. Globalių makro rizikos draudimo fondų portfeliai gali apimti akcijas, obligacijas, valiutą ir prekes grynujų pinigų arba išvestinių finansinių instrumentų forma. Daugelis fondų globaliai investuoja ir į besivystančias, ir į kylančias rinkas. Ši investavimo strategija remiasi „iš viršaus į apačią“ strategija. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Capocci, 2006, Hedges, 2005)

Kylančių rinkų strategijos esmė yra investavimas į mažesnių, silpniau išsivysčiusių šalių vertybinius popierius. Investuojama į akcijas arba obligacijas, arba balansuojamos investicijos į abu šiuos instrumentus. Naudojant šią strategiją svarbus valiutos kurso rizikos valdymas, taip pat svarbu žinoti, jog investavimo rezultatai labai priklauso nuo šalies ekonominių ir politinių faktorių. Besivystančiose rinkose neleidžiamas skolintų vertybinių popierių pardavimas, taip pat daugeliui finansinių instrumentų nėra ateities sandorių, todėl šiose rinkose negalimas apsidraudimas. Tai strategijai suteikia papildomos rizikos. (McCrary, 2002)

Suvaldytos ateities ir *makro* strategijos yra panašios – abiem atvejais investuojama į ateities sandorius pasauliniu mastu. Svarbiausias skirtumas yra tas, jog *suvaldytos ateities* strategijos atveju sprendimą pirkti ar parduoti automatiškai priima kompiuterizuoti modeliai. Fondo valdytojas priklausomai nuo situacijos pakeičia modelio parametrus. (Stefanini, 2006)

Antroji rizikos draudimo fondų investavimo strategijų grupė - *svarbių įvykių* strategijos. Šios strategijos apima investavimą esant ypatingoms situacijoms. Jos skirtos užsidirbti dėl kainų kitimo, sąlygoto reikšmingo laukiamo korporacijos įvykio, tokio kaip susijungimas, įsigijimas, reorganizavimas, likvidavimas ar bankrotas. *Svarbių įvykių* strategijos užima vidurinę poziciją vertinant pagal kintamumą (angl. volatility) ir svertą. Šios strategijos yra nekoreliuotos su rinka arba yra tik silpnas ryšys. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Hedges, 2005)

Susijungimų arbitražo strategija siekia pasinaudoti galimybėmis, atsirandančiomis dėl ypatingų kompanijų įvykių, tokių kaip susijungimai ir įsigijimai. Įsigyjamos įmonės akcijoms prisiimama ilga pozicija, tuo pat metu įsigyjančios įmonės akcijoms – trumpa pozicija. Tikslėnis šios strategijos pavadinimas būtų *rizikos arbitražas*, nes investavimo rezultatas priklauso tik nuo rizikos, susijusios su sandorio (susijungimo ar įsigijimo) rezultatu. Jeigu perėmimas neįvyksta, patiriami dideli nuostoliai. Įgyvendinant šią strategiją fondo valdytojas ieško kainų neatitikimo: įsigijimo atveju – tarp pasiūlytos įsigijimo kainos ir dabartinės rinkos kainos; susilieji atveju tarp teorinio keitimo kurso susijungiančių įmonių ir keitimo kurso pagal esančias rinkos kainas. Dabartiniu metu daugelis sandorių yra draugiški ir pradinis pasiūlymas mažai tesiskiria nuo galutinės kainos, todėl fondų valdytojai, siekdami padidinti investicijų grąžą, naudoja vis didesnę svertą. Strategija, nors ir vadinasi rizikos arbitražas, iš tikrųjų nėra arbitražas. (Stefanini, 2006; Hedges, 2005; McCrary, 2002).

2 PRIEDAS (TĘSINYS)

Įgyvendinant *sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių* strategiją investuojama į įmonių, esančių arti bankroto, akcijas ir obligacijas. Šie vertybiniai popieriai nuperkami su didele nuolaida. Strategijos sėkmė priklauso nuo sugebėjimo pasirinkti tas įmones, kurios atsigaus. Kainos yra žemos (o būsimas pelningumas didelis), nes daugelis investuotojų negali investuoti į sunkumų turinčių įmonių vertybinius popierius. Fondai šias investicijas paprastai laiko keletą metų, jos yra nelikvidžios. (McCrary, 2002)

Aktyvių investuotojų strategija paremta fondų valdytojų aktyviu dalyvavimu priimant kompanijų valdymo sprendimus (pataria valdymo klausimais, dalyvauja svarbiausiose derybose, inicijuoja pardavimą). Tai įmanoma, jeigu fondas įsigyja daugiau nei 5% kompanijos akcijų. (Stefanini, 2006)

Ypatingų situacijų strategija panaši į *sunkumų turinčių įmonių vertybinių popierių* ir *rizikos arbitražo* strategijas, bet šiuo atveju labiau koncentruojamasi į naujas galimybes, tokias kaip kylančių rinkų išskolinimas, nuvertėję akcijos, viešai nepaskelbti įsigijimai ar susijungimai, reorganizacijos, kylančių rinkų blogos naujienos, kurios gali laikinai sumažinti akcijų kainas. Tipiniu atveju naudojant šią strategiją nenaudojamas svertas, nes rizika ir taip yra aukšta. (Hedges, 2005)

Naudojant *sektorius fondų* strategiją investuojama (ilgos ir trumpos pozicijos) į kompanijas, veikiančias tam tikruose sektoriuose. Paprastai fondai specializuojasi investuodami į technologijų kompanijas, finansines institucijas, sveikatos priežiūros, biotechnologijų kompanijas. (Hedges, 2005)

Daugiastrateginių fondų valdytojai atsižvelgdami į rinkos situaciją paskirsto fondo kapitalą tarp skirtingų investavimo strategijų. Šios strategijos naudojimas užtikrina diversifikaciją. (Stefanini, 2006)

Rinkos neutralūs rizikos draudimo fondai (taip pat vadinami *arbitražiniai*, *nekryptiniai* arba *santykinės vertės* fondai) ieško arbitražo galimybių tam, kad išnaudotų įvairius kainų nesutapimus. Tokios strategijos yra patrauklios dėl jų žemesnio kintamumo, bet jos reikalauja naudoti vidutinį arba didelį svertą tam, kad būtų galima pasipelnyti iš mažų kainos nesutapimų. *Rinkos neutralių* rizikos draudimo fondų tikslas yra pasiekti teigiamą grąžą nepriklausomai nuo rinkos sąlygų. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Capocci, 2006)

Fiksuotų pajamų arbitražo strategija siekia naudoti iš kainų nesutapimo tarp fiksuotų palūkanų normų vertybinių popierių. Ši kategorija apima palūkanų normų apsikeitimo arbitražą, vyriausybių obligacijų arbitražą ir vertybinių popierių su nekilnojamojo turto paskolų užstatu arbitražą. Rizikos draudimo fondai uždirba pelną iš arbitražo, ieškodami glaudžiai susijusių vertybinių popierių kainų skirtumo. Pavyzdžiui, jei manoma, kad BBB reitingo obligacijų rizikos premija yra per aukšta lyginant su AAA reitingo obligacijų rizikos premija, tuomet rinkos neutralus rizikos draudimo fondas pirktų BBB reitingo obligacijas ir parduotų skolintas AAA reitingo obligacijas. Tuo tarpu tik ilgų pozicijų strategiją naudojantis fondas pirktų BBB reitingo obligacijas, tik trumpų pozicijų fondas parduotų skolintas AAA reitingo obligacijas. Visų trijų atvejų efektas būtų kainos skirtumo tarp AAA ir BBB reitingo obligacijų sumažėjimas, taigi ir mažesnio reitingo santykinės rizikos premijos sumažėjimas. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Osterberg, Thomson, 1999)

Įgyvendinant *konvertuojamų vertybinių popierių arbitražo* strategiją tuo pačiu metu investuojama į to paties emitento konvertuojamus (ilga pozicija) ir į nekonvertuojamus vertybinius popierius (trumpa pozicija). Strategija skirta generuoti pelną iš fiksuotų pajamų vertybinių popierių, taip pat iš skolintų akcijų pardavimo taip apsaugojant nuo rinkos judėjimo. Ši strategija paprastai laikoma konservatyvia. (Garbaravičius, Dierick, 2005; Hedges, 2005)

Neutrali kapitalo rinkos strategija sukurta išnaudoti kapitalo rinkos neefektyvumą. Naudojantis šia strategija tuo pačiu metu portfelyje laikomos suderintos tos pačios šalies tokio pačio dydžio ilgos ir trumpos pozicijos. Siekiant padidinti pelną dažnai taikomas skolintų pinigų naudojimas (svertas). (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Taip pat yra ir kitų investavimo strategijos, nepatenkančių į aukščiau pateiktą klasifikaciją. Nuolat kuriamos naujos, unikalios strategijos.

Rizikos draudimo fondų valdytojai, norėdami sėkmingai įgyvendinti strategijas privalo identifikuoti neteisingą turto kainos nustatymą arba numatyti rinkos kryptį, arba atlikti abu šiuos veiksmus. (Edwards, Gaon, 2003)

Apibendrinant galima teigti, jog rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų, nes neprivalo teikti ataskaitų priežiūros institucijoms. Tačiau jų strategijas galima suskirstyti į tris tipus: kryptinės, nekryptinės, bei svarbių įvykių strategijos.

Išnagrinėję investavimo strategijas matome, jog rizikos draudimo fondų rezultatai labai priklauso nuo valdytojų įgūdžių, jo sugebėjimo parinkti tinkamas investicijas, taip pat dažniausiai strategijos reikalauja aktyvaus valdymo.

4. Teigiami ir neigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms

Rizikos draudimo fondų indėlis finansų rinkoms yra labai reikšmingas, nes jie neretai prisiima alternatyvų požiūrį į rinką, gali turėti didelį išskolinimo koeficientą ir keisti portfelio struktūrą daug dažniau nei tradiciniai fondai. Jie klesti dėl finansinių instrumentų nepakankamo įvertinimo naudodami arbitražą – pasipelnydami iš kainų skirtumo skirtingose rinkose. Šiuo būdu jie padeda atskleisti tikrąją finansinių instrumentų kainą. Taip pat vykdydami tokius sandorius rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Rizikos draudimo fondai investuoja į naujas ir dažnai neturinčias pakankamai apyvartinių lėšų rinkas. Tai didina likvidumą netradicinėse rinkose. (Martin, 2008)

Rizikos draudimo fondai linkę prisiimti didelę riziką. Dažniausiai tai būna jaunos ir sudėtingose rinkose, kur sunku įvertinti riziką, tačiau čia rizikos draudimo fondai turi konkurencinį pranašumą dėl savo naudojamų modelių. Vienas iš tokių rinkų pavyzdžių yra kredito išvestinių instrumentų rinka. Labiau reguliuojamos finansinės institucijos neprisiima tokios didelės rizikos. Rizikos draudimo fondai, kaip aktyvūs rinkos dalyviai, prisideda prie tobulesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo ir padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Rizikos draudimo fondų veikla gali paskatinti žemesnį rinkos kintamumą, nes jie yra mažiau linkę dalyvauti „momentinėje prekyboje“ – pirkti kylančiose rinkose ir parduoti krentančiose. Kitas veiksnys, galintis paremti šį argumentą yra tai, kad rizikos draudimo fondai rizikuoja savo kapitalu esant nepastovioms rinkos sąlygoms, taigi taip sušvelninami rinkos šokai. Dėl šių fondų galimybės naudoti skolintų vertybinių popierių pardavimą jie veikia kaip atsvara minios instinktui. (Garbaravičius, Dierick, 2005)

Naudodami skolintų vertybinių popierių pardavimą rizikos draudimo fondai gali uždirbti pelną netgi krentant akcijų kainoms. Šiuo atveju jie parduoda pasiskolintas akcijas ir vėliau atperka jas jau žemesne, nukritusia kaina. Akcijų kainų kritimo metais – 2000 m., 2001 m. ir 2002 m. – JAV rizikos draudimo fondų indeksas aplenkė Standart&Poor akcijų indeksą atitinkamai 21%, 18% ir 22%. (Landis, 2005)

Apibendrinant galima teigti, jog rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos, didina likvidumą, padeda atskeisti tikrąją finansinių instrumentų kainą, prisideda prie tobulesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo ir padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams, veikia kaip atsvara minios instinktui. Toliau aptariami neigiami rizikos draudimo fondų efektai finansų rinkoms.

Kadangi rizikos draudimo fondai yra nereguliuojami, niekam neatskaitingi, gali vykdyti veiklą pagal savo nuožiūrą. Tipinis rizikos draudimo fondo bruožas – didelė rizika ir sverto naudojimas – investuojami skolinti pinigai. Kylant akcijų kainoms, šie fondai rinkoje investuoja milžiniškas sumas tikėdamiesi pelno. Investuojami dideli kiekiai skolintų pinigų, nes esant žemoms palūkanų normoms pasiskolinti nėra brangu. Bet kai tik palūkanų norma pradeda kilti, jie turi staigiai parduoti

akcijas, taip stipriai sumažindami akcijų kainą rinkoje ir pažeisdami finansinį stabilumą. (Bush, 2006)

Įdomu tai, kad į šiuos rizikingus fondus investuoja ir pensijų fondai, - didžiausi instituciniai investuotojai, kurie investuoja pensijoms skirtus pinigus. (Jonna, 2008)

Anot A.Tobias (2007), nors rizikos draudimo fondai yra svarbūs likvidumo aprūpintojai normaliomis rinkos sąlygomis, jų naudojamas svertas kelia nerimą dėl jų likvidumo įtemptų laikotarpių metu. Long-Term Capital Management (LTCM) žlugimas 1998 m. patvirtina nuogastavimus, kad dideli rizikos draudimo fondų nuostoliai pažeidžia visos finansų sistemos stabilumą. Tai įvyksta per jų įtaką finansų rinkoms ir finansų institucijoms.

Lemiamas šių fondų rizikos veiksnys yra skirtingų fondų prekavimo strategijų panašumas. Panašios strategijos gali padidinti riziką, kai fondai turi uždaryti panašias pozicijas reaguojant į bendrą šoką. (Tobias, 2007)

Anot P.Jonna (2008) kita diskusijų banga kilo 2007 m. sužlugus keliems rizikos draudimo fondams, kurie buvo išitraukę į JAV antrinių būsto paskolų rinką. 2007 – 2008 m. finansinė krizė prasidėjo JAV antrarūšių paskolų segmente ir yra susijusi su išvestiniais vertybiniais popieriais – vertybiniais popieriais su nekilnojamojo turto paskolų užstatu (angl. Mortgage-Backed Securities, MBS). Rizikos draudimo fondai aktyviai prekavo šiais vertybiniais popieriais.

Matome, jog mokslinėje literatūroje išskiriama tiek teigiama, tiek neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms. Neigiama rizikos draudimo fondų įtaka finansų rinkoms nėra pilnai atskleista. Dauguma autorių teigia, kad neigiama įtaka pasireiškia dėl didelio kiekio skolintų lėšų naudojimo, kai nesėkmės atveju nukenčia ne tik investuotojai, bet ir finansinės institucijos, skolinusios pinigus, ir taip pažeidžiamas finansinis stabilumas, investicijos netenka dalies savo vertės, prasideda finansinė krizė. Dėl duomenų trūkumo problematiška įvertinti rizikos draudimo fondų neigiamą įtaką finansų rinkoms, nes šie fondai yra nereguliuojami, todėl netgi neprivalo teikti duomenų apie veiklos rezultatus ir investicijoms naudojamas skolintas lėšas.

Išvados

2. Rizikos draudimo fondas – tai privati investicinė bendrovė, kuriai leidžiama naudoti agresyvias strategijas, neprieinamas investiciniams fondams, tame tarpe spekuliacinį vertybinių popierių pardavimą, programinę prekybą, apsikeitimo sandorius, arbitražą ir išvestinius vertybinius popierius. Gali turėti iki 100 investuotojų, minimali investicija paprastai yra 1 mln. JAV dolerių.
3. Rizikos draudimo fondai yra žymiai mažesnio reguliavimo objektai nei kitos investicinės institucijos, jie privalo apriboti savo klientų ratą iki palyginti turtingų individualių ir institucinių investuotojų, kuriems priežiūros institucijų nuomone nereikia vyriausybės apsaugos.
4. Įvairių autorių rizikos draudimo fondų naudojamų strategijų klasifikavimas skiriasi. Taip yra dėl to, jog priešingai nei investiciniai fondai, rizikos draudimo fondai neturi tiksliai apibrėžtų investavimo strategijų. Tai susiję su informacijos stoka ir rizikos draudimo fondų veiklos neskaidrumu. Pagal trijų autorių klasifikavimą pateiktas apibendrintas klasifikavimas, išskiriant tris pagrindines strategijų grupes: kryptines, nekryptines ir svarbių įvykių. Rizikos draudimo fondų strategijos reikalauja aktyvaus valdymo ir daugeliu atvejų apima didelį sverto naudojimą.
5. Rizikos draudimo fondai prisideda prie finansų rinkų integracijos ir tobulesnių rizikos valdymo instrumentų kūrimo, padidina rizikos paskirstymą rinkos dalyviams, padeda atskleisti tikrąją finansinių instrumentų kainą bei veikia kaip atsvara minios instinktui. Neigiami rizikos draudimo fondų veiklos efektai: jų naudojama sverto strategija yra rizikinga įtemptų laikotarpių metu dėl likvidumo rizikos; naudodami rizikingas strategijas daro įtaką finansiniam stabilumui dėl savo dydžio ir aktyvaus vaidmens rinkose.

Literatūra

1. FRUSH, Scott (2008) *Hedge Funds demystified*. McGraw-Hill. 321p
2. STEFANINI, Filippo. (2006) *Investment Strategies of Hedge Funds*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 336p. ISBN 13 978-0-470-02627-4
3. HEDGES, James, R. (2005) *Hedges on Hedge Funds. How to successfully analyze and select an investment*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. p. 257p.
4. McCRARY, Stuart (2002) *How to Create and Manage a Hedge Fund*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 385p.
5. SCHNEIDER, Marguerite; RYAN, Lori Versteegen. (2009) *A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.springerlink.com/content/px27t5x4w2671648/fulltext.pdf>
6. CONNOR, Gregory; WOO, Mason. (2003) *An Introduction to Hedge Funds* [interaktyvus] London School of Economics [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://www.iam.uk.com/press/lse-publications/An-Introduction-to-Hedge-Funds.pdf>
7. GARBARAVIČIUS, Tomas; DIERICK, Frank. (2005) *Hedge Funds and their Implications for Financial Stability* [interaktyvus] European Central Bank. No. 34/August 2005 [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf> ISSN 1725-6534
8. GARMHAUSEN, Steve (2007) *Taking the Mystery out of Hedge Funds* [interaktyvus] [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=7&hid=12&sid=20efcdda-2432-4745-83e5-6b89d0efc0ce%40sessionmgr12>
9. HARMES, Adam (2002) *The Trouble with Hedge Funds* [interaktyvus] [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118933081/PDFSTART>
10. KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. (2007) *Hedge funds, financial intermediation, and systemic risk* [interaktyvus] FRBNY Economic Policy Review. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=13&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtGjI2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=28692336>
11. EDWARDS, Franklin R.; GOAN, Stav. (2003) *Hedge funds: what do we know?* [interaktyvus] Journal of applied corporate finance. Volume 15.4 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118849146/PDFSTART>
12. OSTERBERG, William; THOMSON, James B. (1999) *The Truth about Hedge Funds* [interaktyvus] Federal Reserve Bank of Cleveland [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=5&hid=12&sid=6c817d45-d9cd-470c-8358-0a370404b897%40sessionmgr10>
13. McVEA, Harry (2008) *Hedge fund administrators and asset valuations – does it all add up?* [interaktyvus] [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?contentType=Article&Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/3110160201.pdf>
14. ACKERMANN, Carl; McENALLY, Richard; RAVENSCRAFT, David. (1999) *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives* [interaktyvus] The Journal of Finance. Vol. LIV, No.3 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119065628/PDFSTART>
15. PHILIPS, Christopher, B. (2006) *Understanding Alternative Investments: A Primer on Hedge Fund Evaluation*. Vanguard Investment Counseling and Research. [interaktyvus] [žiūrėta 2010 m. birželio 3 d.] Prieiga per internetą: https://institutional.vanguard.com/iip/pdf/hedgefunds_012005.pdf
16. GIBSON, Rajna; GRYGGER, Sebastien. (2007) *The Style Consistency of Hedge Funds* [interaktyvus] European Financial Management, Vol. 13, No.2, 2007. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118522898/PDFSTART>
17. CHAN, Nicholas; GETMANSKY, Mila; HAAS, Shane; LO, Andrew. (2007) *Do hedge funds increase systemic risk* [interaktyvus] Economic Review. Vol. 91 Issue 4. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=9&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtGjI2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=23788235> ISSN 07321813
18. CAPOCCI, Daniel (2006) *Neutrality of market neutral funds* [interaktyvus] Global Finance Journal 17. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6W4F-4M9H3R4-1-1&_cdi=6541&_user=5677593&_orig=search&_coverDate=12%2F31%2F2006&_sk=999829997&_view=c&_wchp=dGLzVtb-zSkzV&_md5=227e96d031103c22590553f9a3273485&_ie=/sdarticle.pdf

2 PRIEDAS (TĘSINYS)

19. MARTIN, Erin, E. (2008) *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act* [interaktyvus] volume 53/2008/09 [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=5&hid=12&sid=bcba00-5303-4c9f-91bf-636c38734d79%40sessionmgr12>
20. LANDIS, David. (2005) *9 Simple Truths about Hedge Funds* [interaktyvus] Kiplinger's Personal Finance. Vol. 59 Issue 3. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=15&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtG12ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=15993456> ISSN 15289729
21. BUSH, Janet. (2006) *Why Hedge Funds will destroy the World* [interaktyvus] New Statesman. Vol. 135 Issue 4803. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=7&hid=113&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtG12ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=21826174> ISSN 13647431
22. JONNA, Paul M. (2008) *In Search of Market Discipline: The Case for Indirect Hedge Fund Regulation* [interaktyvus] Vol. 45: 989 [žiūrėta 2009 m. Lapkričio 10 d.] Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1333927
23. TOBIAS, Adrian. (2007) *Measuring risk in the hedge fund sector* [interaktyvus] Current Issues in Economics & Finance. Vol. 13 Issue 3. [žiūrėta 2009 m. rugsėjo 30 d.] Prieiga per internetą: <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=11&hid=11&sid=e58e3c57-bfaf-4958-b040-cda779b53bb2%40sessionmgr11&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtG12ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=25023250> ISSN 19362374

Alma Maskaliūnaitė

Summary. Hedge Funds and Their Impact on Financial Markets

Hedge funds are growing impressively and have bigger and bigger share on capital markets. They are unregulated and can freely use various risky investment strategies. Their impact on financial markets is not fully revealed, the results of academic research are inconsistent. The classification of investment strategies is different by various authors. There are no straight definition for hedge funds' investment strategies, like for mutual funds. In the literature it is agreed that hedge funds have positive and negative impact on financial markets. Hedge funds contribute to the integration of financial markets, the creation of better instruments of market risk management, improve risk allocation between market participants, help reveal the true price of financial instruments, work as balance to crowd. Negative effects occur through their impact on financial markets and financial institutions. Leverage, which is often used by hedge funds is risky during tense periods because of liquidity risk, using risky strategies hedge funds influence financial stability. It occur because of hedge funds big asset and active role in financial markets.

3 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos titulinio lapo kopija

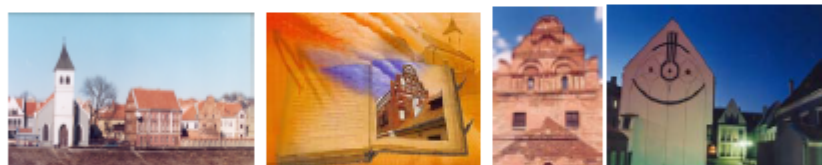
[I turini](#)

		
Vilniaus universitetas LIETUVA www.vu.lt	Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas (VU KHF) LIETUVA www.vukhf.lt	International Network of Young Researchers in Social Sciences, INYRSS www.inyrss.vukhf.lt

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija
ŪKIO PLĖTRA: TEORIJA IR PRAKTIKA

KONFERENCIJOS STRAIPSNIAI

2010 m. gruodžio 9 d.
Kaunas, Lietuva



Konferencijos tikslas yra prisidėti prie patikimos, saugios, efektyvios ir darnios ūkio, ekonomikos bei verslo plėtros Centrinės ir Rytų Europos šalyse. Konferencija suteikia galimybę atvirai diskusijai tarp mokslininkų, verslininkų ir politikų, perskaityti pranešimą, aptarti naujausias mokslo tendencijas, pasiekimus bei trūkumus, taip pat atnaujinti arba užmegzti naujas asmenines pažintis ir bendradarbiavimą.

Konferencijos organizatoriai:

VU KHF Finansų ir apskaitos katedra
VU KHF Verslo ekonomikos ir vadybos katedra
INYRSS jaunųjų tyrėjų tinklas

Konferencijos kalbos:

Anglų, lietuvių

Konferencijos pirmininkas:

Vilniaus universiteto Kauno humanitarinio fakulteto Dekanas prof. dr. Saulius Gudas
saulius.gudas@vukhf.lt

4 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos, kurioje spausdintas straipsnis, turinio kopija

TURINYS

SEKCIJA A EKONOMIKA

Neringa Barakauskaitė-Jakubauskienė

Logistic capital management theories and theoretical aspects of economic growth

Erika Jociūtė, Neringa Zujytė, Stasys Girdzijauskas

Pasaulio ekonomikos plėtos tendencijos (Logistinis aspektas)

Vilija Jančiūtė, Rima Kontautienė

Tarptautinių kompanijų organizacinių struktūrų plėtra

Indrė Šikšnelytė

Lietuvos elektros rinkos atvėrimo laipsnio įtaka elektros energijos kainoms

Vilma Velepolskaitė

Lietuvos ūkiui daroma korupcijos įtaka tiesioginėms užsienio investicijoms

Vytenis Navickas, Eglė Dragūnaitė

Kompetencijos poveikis tarptautinės kompanijos konkurencingui

Kristina Dabulevičiūtė

Klimato kaitos švelninimo politika ir ekonominė svarba Lietuvai

Rima Kontautienė, Vilija Jančiūtė

Globalizacijos ir šalies ekonomikos išsivystymo lygio sąveika

Eglė Dragūnaitė, Vytenis Navickas

Tiesioginės užsienio investicijos – šalies konkurencingumą didinantis veiksnys

Vaida Bulkevičiūtė, Stasys Girdzijauskas

Inovacijos ciklų logistinė analizė

Neringa Barakauskaitė-Jakubauskienė

Lietuvos ekonominio augimo ciklas 1991 – 2009 metų laikotarpyje. Palyginamoji Baltijos šalių ekonominių rodiklių ir įtaką dariusių veiksnių analizė

Rasa Stasiulaitytė

Klimato kaitos politikos vystymas ir įgyvendinimas Lietuvoje

Indrė Šikšnelytė

Lietuvos elektros energijos rinkos atvėrimo įgyvendinimas

Ilona Kiaušienė

Moteryų ir vyrų užimtumo skirtumai Europos Sąjungoje

Antanina Garanašvili

Health care finance in EU: the main systems and problems

Agnė Vaičiulaitytė

Atliekų, kaip energijos šaltinio panaudojimas visuomenės darnios plėtos kontekste

Indrė Deksnytė

Valiutų krizės: prognozavimo galimybės

SEKCIJA B FINANSAI

Vesta Gelažiūtė

Finansinės krizės ir jų pasekmės ekonomikai

Edita Malūkienė

Reikšmingumo įtaka verslo aplinkos finansiniam stabilumui

Alma Maskaliūnaitė

Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms

Giedrė Liberytė

Apskaitos duomenų pritaikymų reikšmė ekonominės pridėtinės vertės EVA rodikliui

Saulė Dyraitė

Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai

Lina Murauskaitė

Egzotiniai opcionai ir jų klasifikacija

Evelina Milašiūtė

Comparative study of traditional and islamic banking

Mindaugas Vijūnas

Matematiniai vertinimo balais modeliai – kredito rizikos įvertinimo instrumentas

Alma Janušaitė

Bankinės krizės ir jų prognozavimo modeliai

Erika Krakauskaitė

Įvertinimas tikrąja verte

Lina Veličkienė

Užsakyminis savikainos kalkuliavimas mažose paslaugų įmonėse

Inga Vasiliauskaitė

Atidėjinių formavimas komerciniuose bankuose

Vita Rimšienė

Kredito rizikos valdymo kredito unijose ypatybės

Egidijus Darbutas

Technine analize paremta prekyba vertybiniais popieriais Baltijos vertybinių popierių biržoje

SEKCIJA C VADYBA

Viačeslav Semeško

Logistikos vystymosi perspektyvos Lietuvoje

Aušra Vaisvalavičiūtė, Sandra Kazakevičiūtė

Valstybės tarnautojų motyvavimo sistema: Kauno rajono savivaldybės atvejis

5 PRIEDAS. Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ programos kopija

17:14–17:24 **Lionikaitė Jūratė, Gurskas Marius**
SPONTANEOUS INTERNAL COUNTRY BRANDING THROUGH THE MASS MEDIA.
17:25–17:35 **Ereminaitė Simona**
E.valdžios ir e.verslo santykis viešuosiuose pirkimuose: teorinis ir teisinis ES kontekstas.
17:36–17:46 **Lukoševičiūtė Irma**
Organizacijos kultūros santykis su jos orientacija į klientą.

17:45–18:15 **KAVOS PERTRAUKA (prie J.Jablonskio a.)**

18:15–18:26 **Kazakauskaitė Odeta**
Įmonių susijungimų ir įsigijimų valdymas: kultūros veiksnys.
18:27–18:38 **Bidvaitė Gabrielė, Gliožaitytė Gertrūda, Mantas Dilys**
Kultūros renginių kaip mokymo priemonės organizavimas mokyklose.
18:39–18:50 **Stasiulytė Ernesta**
MOTIVES OF HUMAN RESOURCE MANAGEMENT OUTSOURCING. CASE STUDY.
18:51–19:02 **Bartkutė Rasa**
Darnaus valdymo paradigma: teoriniai aspektai.
19:03–19:14 **Navikaitė Agnė**
Įmonių socialinės atsakomybės teikiama nauda organizacijoms.
19:15–19:26 **Šliupienė Sandra**
Įmonių socialinės atsakomybės (ISA) įtaka organizaciniam pasitikėjimui.

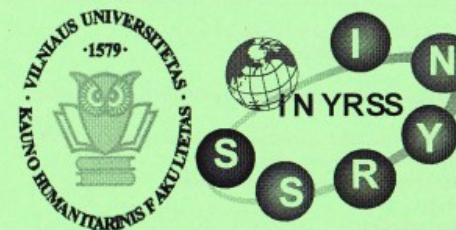
D SEKCIJA. Komercijos plėtra globalizacijos sąlygomis

Pirmininkauja: Ingrida Griesienė, Bernardas Toluba, Lina Verbauskienė
16:30–19:30, 10 a.

16:30–16:40 **Griesienė Ingrida**
Verslo partnerystė kaip strateginio valdymo įrankis.
16:41–16:51 **Rinkūnaitė Edita, Grundey Dainora**
Asmeninių pardavimų tendencijos JAV mokomosios medžiagos pardavimų rinkoje.
16:52–17:02 **Gruodis Martynas, Grundey Dainora**
Rinkos segmentavimo ypatumai: nacionalinis, tarptautinis ir virtualus lygmenys.
17:03–17:13 **Načajūtė Akvilė**
Ženklo daros sprendimai: globalių prekės ženklų atvejai.
17:14–17:24 **Brazaitis Mindaugas, Urbanavičius Vaidas, Grundey Dainora**
Kavinės prekės ženklo kūrimo procesas: Coffee Inn, Lietuva atvejis.
17:25–17:35 **Verbauskienė Lina**
Svetingumo paslaugų kokybės valdymas ir vertinimas.
17:36–17:46 **Vilutytė Gabrielė, Grundey Dainora**
Senjorų turizmo rinkos vystymo galimybės Lietuvoje.

17:45–18:15 **KAVOS PERTRAUKA (prie J.Jablonskio a.)**

18:15–18:25 **Daniulevičiūtė Daiva, Grundey Dainora**
Ekologinių motyvatorių vieta pirkėjo motyvatorių sistemoje.
18:26–18:36 **Toluba Bernardas**
Valstybės įvaizdžio įtakos šalies aukštajam mokslui teorinis pagrindimas.
18:37–18:47 **Lubys Marius, Vaitkus Simonas, Čepulis Aurimas, Morkūnas Julius, Baltrušaitis Deividas**
Moksleivių integruotas verslumas. Nuo teorijos iki praktikos.
18:48–18:58 **Bakutytė Simona, Grundey Dainora**
Vertės kūrimas vartotojui universitetinėse studijose.
18:59–19:09 **Gibėžaitė Erika**
Marketingo strategijos apžvalga statybos įmonėse.
19:10–19:20 **Viluckas Danas, Grundey Dainora**
Integruotos marketingo komunikacijos strategijos: „Tarptautinės Kauno meno bienalės“ ir „Tarptautinio modernaus šokio festivalio“ atvejai.
19:21–19:31 **Morkūnaitė Dovilė, Grundey Dainora**
A MULTI-FACET IMAGE OF WOMAN IN ADVERTISING: THE CASE OF LITHUANIA.



VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS

PROGRAMA

7-oji TARPTAUTINĖ MOKSLINĖ KONFERENCIJA

**„ŪKIO PLĖTRA:
TEORIJA IR PRAKTIKA“**

**2010 m. gruodžio 9 d.
KAUNAS, LIETUVA**

15:00–15:30 REGISTRACIJA (prie J. Jablonskio a.)

15:30–16:10 PLENARINIS POSĖDIS (11 a.)

Pranešėjai:

Konferencijos pirmininkas VU KHF Dekanas prof. dr. Saulius Gudas

Sveikinimo kalba

Konferencijos mokslinio komiteto pirmininkė prof. dr. Dalia Štreimikienė (VU KHF, Lietuva)

Vartotojiška visuomenė ir ekonomikos augimas

Mantas Jaruševičius (011 – Real estate management)

Nuo idėjos iki grynųjų

16:30–19:30 Darbas sekcijose.

19:30–20:00 Uždarymo ceremonija. Geriausių pranešimų apdovanojimas. (11 a.)

A SEKCIJA. Ekonomikos aktualijos ir perspektyvos

Pirmininkauja: Iлона Kiaušienė, Neringa Barakauskaitė-Jakubauskienė, Indrė Šikšnelytė

16:30–19:30, 11 a.

16:30–16:37 Barakauskaitė-Jakubauskienė Neringa
LOGISTIC CAPITAL MANAGEMENT THEORIES AND THEORETICAL ASPECTS OF
ECONOMIC GROWTH CYCLE.

16:38–16:45 Jociūtė Erika, Zujytė Neringa, Girdzijauskas Stasys

Pasaulio ekonomikos plėtros tendencijos (logistinis aspektas).

16:46–16:53 Jančiūtė Vilija, Kontautienė Rima

Tarptautinių kompanijų organizacinių struktūrų plėtra.

16:54–17:01 Šikšnelytė Indrė

Lietuvos elektros rinkos atvėrimo laipsnio įtaka elektros energijos kainoms.

17:02–17:09 Velepolskaitė Vilma

Lietuvos ūkiui daroma korupcijos įtaka tiesioginėms užsienio investicijoms.

17:10–17:17 Žiūkaitė Monika

Verslo ciklų įtaka įmonių veiklai.

17:18–17:25 Navickas Vytenis, Dragūnaitė Eglė

Kompetencijos poveikis tarptautinės kompanijos konkurencingumui.

17:26–17:33 Dabulevičiūtė Kristina

Klimato kaitos švelninimo politika ir ekonominė svarba Lietuvai.

17:34–17:41 Kontautienė Rima, Jančiūtė Vilija

Globalizacijos ir šalies ekonomikos išsivystymo lygio sąveika.

17:42–17:49 Dragūnaitė Eglė, Navickas Vytenis

Tiesioginės užsienio investicijos – šalies konkurencingumą didinantis veiksnys.

17:45–18:15 KAVOS PERTRAUKA (prie J. Jablonskio a.)

18:15–18:22 Bartusevičiūtė Milda

Skrydžio į saugumą reiškinys Baltijos šalių finansų rinkose.

18:23–18:30 Bulkevičiūtė Vaida, Girdzijauskas Stasys

Inovacijos ciklų logistinė analizė.

18:31–18:38 Barakauskaitė-Jakubauskienė Neringa

Lietuvos ekonominio augimo ciklas 1991-2009 metų laikotarpyje. Palyginamoji Baltijos šalių

ekonominė rodiklių ir įtaką darusių veiksnių analizė.

18:39–18:46 Stasiulaitytė Rasa

Klimato kaitos politikos vystymas ir įgyvendinimas Lietuvoje.

18:47–18:54 Šikšnelytė Indrė

Lietuvos elektros energijos rinkos atvėrimo įgyvendinimas.

18:55–19:02 Kiaušienė Iлона

Moterų ir vyrų užimtumo skirtumai Europos Sąjungoje.

19:03–19:10 Garanašvili Antanina

HEALTH CARE FINANCE IN EU: THE MAIN SYSTEMS AND PROBLEMS.

19:11–19:18 Vaičiulaitytė Agnė

Atliekų, kaip energijos šaltinio panaudojimas visuomenės darnios plėtros kontekste.

19:19–19:26 Deksnytė Indrė

Valiutų krizės: prognozavimo galimybės.

B SEKCIJA. Finansiniai sprendimai verslo aplinkoje

Pirmininkauja: Darius Gliubicas, Ramūnas Mackevičius, Algirdas Pukis

16:30–19:30, J. Jablonskio a.

16:30–16:38 Gelažiūtė Vesta

Finansinės krizės ir jų pasekmės ekonomikai.

16:39–16:47 Martinkutė Rūta

Pripažinimo kriterijų svarba ilgalaikio turto atskleidimui finansinėje apskaitoje.

16:48–16:56 Malūkienė Edita

Reikšmingumo įtaka verslo aplinkos finansiniam stabilumui.

16:57–17:05 Maskaliūnaitė Alma

Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms.

17:06–17:14 Liberytė Giedrė

Apskaitos duomenų pritaikymų reikšmė ekonominės pridėtinės vertės EVA rodikliui.

17:15–17:23 Dyraitė Saulė

Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai.

17:24–17:32 Murauskaitė Lina

Egzotiniai opcionai ir jų klasifikacija.

17:33–17:41 Milašiūtė Evelina

COMPARATIVE STUDY OF TRADITIONAL AND ISLAMIC BANKING.

17:45–18:15 KAVOS PERTRAUKA (prie J. Jablonskio a.)

18:15–18:23 Vijūnas Mindaugas

Matematiniai vertinimo balais modeliai – kredito rizikos įvertinimo instrumentas.

18:24–18:32 Janušaitė Alma

Bankinės krizės ir jų prognozavimo modeliai.

18:33–18:41 Krakauskaitė Erika

Įvertinimas tikrąja verte.

18:42–18:50 Veličkienė Lina

Užsakyminis savikainos kalkuliavimas mažose paslaugų įmonėse.

18:51–18:59 Vasiliauskaitė Inga

Atidėjinių formavimas komerciniuose bankuose.

19:00–19:08 Rimšienė Vita

Kredito rizikos valdymo kredito unijose ypatybės.

19:09–19:17 Kučinskas Ignas

Vertybinių popierių portfelio valdymas pagal ekonominius ciklus.

19:18–19:26 Darbutas Egidijus

Techninė analizė paremta prekyba vertybiniais popieriais Baltijos vertybinių popierių biržoje.

C SEKCIJA. Vadybos aktualijos ir perspektyvos

Pirmininkauja: Rasa Bartkutė, Renaldas Tatoris, Rokas Grunda

16:30–19:30, 12 ir 15 a.

16:30–16:40 Semeško Viačeslav

Logistikos vystymo perspektyvos Lietuvoje.

16:41–16:51 Šimelytė Agnė

Tarpvalstybinė konkurencija dėl tiesioginių užsienio investicijų pritraukimo.

16:52–17:02 Vaisvalavičiūtė Aušra, Kazakevičiūtė Sandra

Valstybės tarnautojų motyvavimo sistema: Kauno rajono savivaldybės atvejis.

17:03–17:13 Šlekaitytė Roberta, Žalpytė Lina

Darbuotojų pritraukimo į organizacijas Lietuvoje ypatumai.

6 PRIEDAS. Konferencijos dalyvio pažymėjimo kopija

SERTIFIKATAS

Pažymime, kad **Alma Maskaliūnaitė**, VU KHF 2 k. magistrantė (Apskaita, finansai ir bankininkystė), skaitė pranešimą tema

„Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms“.

Konferencijos pirmininkas
VU KHF Dekanas prof. dr. Saulius Gudas

Konferencijos mokslinio komiteto pirmininkė
prof. dr. Dalia Štreimikienė

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija
„Ūkio plėtra: teorija ir praktika“
2010 m. gruodžio 9 d., Kaunas
VU Kauno humanitarinis fakultetas ir INYRSS