

УДК 330.322

Мецгер Александр Альбертович

канд. техн. наук, генеральный директор ЗАО
«Управляющая компания» (г. Екатеринбург)
E-mail: metzger@azkapital.utk.ru

Metzger Alexander Al'bertovich

Candidate of Engineering, Director General,
ZAO «Upravlyauschaya kompaniya»
(Ekaterinburg)

**НОБЕЛЕВСКАЯ ПРЕМИЯ
ПО ЭКОНОМИКЕ ЗА 2013 ГОД
И ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО
УПРАВЛЕНИЯ
В ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДАХ**

**NOBEL ECONOMICS PRIZE 2013
AND CORPORATE GOVERNANCE
ISSUES IN INVESTMENT FUNDS**

Аннотация

Рассматривается методологическое значение концепций ценообразования финансовых активов (Нобелевская премия по экономике за 2013 год) и их отражение в вопросах корпоративного управления инвестиционными фондами. Автор описывает условия, при которых обеспечивается минимизация агентских издержек при управлении фондом – границы применения базовых моделей корпоративного управления. Рыночная модель инвестиционного фонда целесообразна в условиях эффективного рынка; она ориентирована на рядовых инвесторов. Инсайдерская модель инвестиционного фонда обеспечивает минимизацию агентских издержек на специфических рынках и предназначена, в первую очередь, для квалифицированных инвесторов. Рассмотрен механизм функционирования биржевых фондов (ETF), который позволяет при определенных условиях увязывать интересы рядовых и квалифицированных инвесторов с низким уровнем агентских и транзакционных издержек.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; эффективный рынок; специфический рынок; модель корпоративного управления; агентские издержки; транзакционные издержки; рыночная модель фонда; инсайдерская модель фонда; рядовые инвесторы; квалифицированные инвесторы; биржевой фонд.

Abstract

The publication discusses the methodological importance of the financial assets pricing concepts (Nobel prize in economic sciences 2013) and their reflection in the corporate governance of investment funds. The author gives the conditions under which minimization of agency costs in the administration of the fund are provided – the borders in application of the basic models of corporate governance. The market model of the investment fund is suitable in terms of an efficient market and is focused on ordinary investors. The insider model of the investment fund provides the minimisation of agency costs on specific markets and is intended primarily for qualified investors. The mechanism of the exchange-traded funds (ETF), which allows, under certain conditions, reconcile the interests of ordinary and qualified investors with low levels of agency and transaction costs, are examines.

Keywords: investment fund; efficient market; corporate governance model; agency costs; transaction costs; market model of the investment fund; insider model of the investment fund; ordinary investors; qualified investors; exchange-traded fund.

Статус Нобелевской премии по экономике¹ обеспечивает вполне оправданный взрывной интерес общества к самим лауреатам, а профессионального сообщества –

¹ Официальное название – Премия Шведского государственного банка по экономическим наукам памяти Альфреда Нобеля.

к тематике и результатам их исследований. Не исключением стал и прошедший 2013 год. Но этот же год стал в определенной мере новаторским с точки зрения подхода к выбору итоговых лауреатов. Разумеется, речь не идет о численности удостоенных высокой награды ученых – вполне привычным стало присуждение премии целым авторским коллективам или отдельным авторам взаимодополняющих и взаимообогащающих исследований. Образно говоря, нобелевские лауреаты конкретного года удостоивались ее за раскрытие богатства оттенков того или иного цвета в финансовой или экономической палитре. В 2013 году Нобелевский комитет решился на, казалось бы, невозможное – награду одновременно получили ученые, настаивающие на использовании диаметрально противоположных, несовместимых цветов. Речь идет, в первую очередь, о Юджине Фама (*Eugene F. Fama*) и Роберте Шиллере (*Robert J. Shiller*)². Несмотря на общую формулировку «за эмпирический анализ цен на активы», оба ученых одновременно награждены за фундаментальные исследования, опровергающие друг друга.

Так, например, **Ю. Фама** является признанным автором концепции эффективности финансовых рынков, в соответствии с которой современные финансовые рынки обеспечивают наиболее точное и своевременное воспроизведение в ценах активов всей существенной информации. Теоретическим следствием является то, что конкретному инвестору невозможно создать методику селекции активов с точки зрения их переоцененности или недооцененности и тем самым обеспечить себе рыночное преимущество перед другими игроками. Практическим следствием этого становится разумный отказ от услуг агентов, предлагающих профессиональное управление активами. Проще говоря, попытки активными действиями (активным управлением инвестиционным портфелем) «переиграть» соответствующий рынок обречены на провал или обеспечивают, в лучшем случае, общерыночный результат [4]. Соответственно, издержки на подобное управление (стоимость услуг управляющих, транзакционные издержки и т. д.) лишь ухудшают итоговый результат бенефициаров. Этот вывод можно проиллюстрировать и через активно используемую в теории управления инвестиционным портфелем категорию «*альфа-коэффициента*» – показателя превышения доходности портфеля активов, находящегося под энергичным управлением, в сравнении с соответствующим бенчмарком (например, индексом соответствующего рынка). Эффективность рынка в «мире Ю. Фамы» ставит под сомнение само существование подобной категории – чем более эффективен рынок, тем с большей вероятностью итоговое значение *альфы* управления портфелем будет иметь отрицательное значение. В терминологии корпоративного управления этот феномен означает неоправданно высокие агентские издержки, которые несут участники (принципалы) инвестиционного фонда со стороны своих агентов – управляющих.

Впрочем, сам Ю. Фама не отрицает самого существования инвестиционных корпораций в том или ином формате инвестиционного фонда. Дело в том, что инвестиционный фонд, рассматриваемый как механизм аккумуляции активов многочисленных рядовых инвесторов, позволяет последним избежать за пределами высоких издержек индивидуального инвестирования [2. С. 60–68]. Отметим, что понятие «рядовой инвестор» отражает отсутствие определенных *специфических* качеств и компетенций, таких как профессиональный опыт и знания, достаточно значительные объем средств для инвестирования и т. д. С учетом этих обстоятельств, для рядового инвестора, как правило, невозможно даже простое формирование портфеля активов, повторяющего структуру индекса того или иного

² Третий лауреат Нобелевской премии, Ларс Питер Хансен (*Lars Peter Hansen*), удостоен за создание способа анализа математических моделей, применяемого в том числе и для тестирования гипотез Ю. Фамы и Р. Шиллера.

рынка. Эта же задача легко решается в случае т. н. индексного фонда, в котором аккумулированные средства размещаются в соответствующие активы в строгом соответствии со структурой выбранного индекса. Трансакционные издержки рядового инвестора в данном случае радикально минимизируются. Возникающие при этом агентские издержки или минимальны, или имеют эффективные механизмы ограничения. Например, инвестору нет необходимости осуществлять поиск наиболее эффективного «агента» (управляющей компании), поскольку итоговый результат управления не зависит от реального или мнимого профессионализма той или иной управляющей компании. Кроме того, нет необходимости нести издержки на контроль деятельности управляющей компании или оценку результатов ее деятельности – управляющая компания вынуждена действовать в соответствии с жестким алгоритмом поддержания структуры портфеля в соответствии со структурой индекса. По той же причине управляющая компания не имеет возможности завышать стоимость своих услуг, поскольку эти услуги имеют сугубо технический характер и в силу этого могут быть легко воспроизведены большим числом других участников рынка.

Переходя к другому нобелевскому лауреату, **Р. Шиллеру**, отметим, что его финансовый мир далек от той степени рациональности, которая характерна для концепции эффективности рынка. Многочисленные пузыри и обвалы на финансовых рынках, по мнению Р. Шиллера и его сторонников, подтверждают слабую эффективность рынка при формировании цены на активы, атрибутивную иррациональность его участников. С одной стороны, это открывает возможности для формирования специфических стратегий, которые позволяют «переигрывать» рынки при наличии специфических возможностей, навыков или знаний (например, в негативно-предельном случае инсайдерской информации). С другой стороны, открывающиеся возможности требуют повышенного внимания к риск-менеджменту при оценке конкретных операций, выборе конкретных активов и т. д. Иными словами, учитывая неэффективность рынка, мы уже не можем рассматривать тот же рынок как критерий и механизм оценки эффективности управления.

Подобный подход применительно к инвестиционным фондам означает теоретическую возможность генерирования агентами (управляющими) положительной *альфы* управления относительно усредненных рыночных показателей. К сожалению, при этом подходе существенным образом ограничивается применение рыночных механизмов контроля агентских издержек тех же управляющих. Единственным выходом становится формирование той или иной системы **внутреннего контроля** со стороны бенефициаров. Разумеется, от последних в подобном случае будет требоваться наличие соответствующих и достаточно **специфических** компетенций. Именно в этом направлении развивается индустрия хедж-фондов, фондов прямых и венчурных инвестиций и т. д. [3. С. 36–45].

При всем антагонизме рассмотренных подходов они лишь отражают возможные базовые состояния инвестиционного рынка – объектов инвестирования и собственно инвесторов. В свою очередь, возможные сочетания этих базовых состояний дают ключ к пониманию интересующего нас процесса организации коллективного инвестирования с привлечением профессиональных управляющих (см. табл.).

Таблица

**Соотношение моделей управления инвестиционными фондами
в зависимости от характеристик инвесторов и инвестиционного рынка**

Характеристика инвестиционного рынка	Неэффективный рынок (высокая специфичность)	Неоправданный рост агентских издержек в отсутствие механизмов внутреннего (инсайдерского) и внешнего (рыночного) контроля	ИНСАЙДЕРСКАЯ МОДЕЛЬ (активное управление через поиск недооцененных и переоцененных активов) Обеспечение результата, превышающего рыночные показатели, и ограничение агентских издержек на основе внутренних (инсайдерских) механизмов контроля управляющих
	Эффективный рынок (низкая специфичность)	РЫНОЧНАЯ МОДЕЛЬ (пассивное управление на основе широкой рыночной диверсификации) Обеспечение рыночного результата при минимизации агентских издержек на основе внешних (рыночных) механизмов контроля управляющих	Неоправданный рост агентских издержек управления при наложении внутренних (инсайдерских) и внешних (рыночных) механизмов контроля управляющих
		Отсутствие специфичных компетенций (рядовые инвесторы)	Наличие специфичных компетенций (профессиональные, квалифицированные, институциональные инвесторы)
Характеристика инвесторов			

Как видно из таблицы, существуют две базовые модели инвестиционных фондов, отвечающих критерию минимизации агентских издержек управляющих компаний³.

«**Рыночная модель**» основана на концепции эффективности рынка финансовых активов, предполагает широкую диверсификацию инвестиционного портфеля, а минимизация агентских издержек управляющих (агентов) обеспечивается в первую очередь через рыночные, внешние по отношению к самому фонду, механизмы. В своем идеальном варианте собственно рынок, а точнее, его структура, выраженная в соответствующем индексе, и олицетворяет механизм управления фондом – мы имеем дело с *индексным инвестиционным фондом*. Как отмечалось выше, в последнем случае роль управляющих снижается, что минимизирует агентские издержки, но без потери собственно инвестиционного результата.

«**Инсайдерская модель**» инвестиционного фонда построена на принципиально иных положениях. В данном случае неэффективность самого рынка позволяет инвесторам через механизм инвестиционного фонда, соответствующие компетенции управляющих рассчитывать на получение неординарного инвестиционного результата. Отсутствие контролирующего воздействия рынка должно быть ком-

³ Минимизация агентских издержек в инвестиционных фондах является одной из основных тем западного инвестиционного менеджмента, развиваемого в рамках современной *институциональной теории* и *теории транзакционных издержек*. Как следствие, накоплен значительный опыт дифференцированного подхода к способам и методам минимизации подобных издержек в зависимости от характера фонда и его институциональных особенностей. В отечественной литературе данная тема также получила свое развитие (см., например: [1]), но в целом имеет или фрагментарный, или избыточно обобщающий характер (см., например: [5]).

пенсировано и компенсируется, но уже за счет внутренних механизмов контроля. Инвесторы, обладающие специфическими компетенциями (достаточный объем средств, профессиональный опыт и т. д.), способны оценивать действия управляющей компании фонда и при необходимости вмешиваться в процесс собственно управления. Неким идеальным вариантом подобного фонда может являться *инвестиционное товарищество*, в котором роль управляющей компании хотя и имеет место, но в значительной мере регламентирована внутренними процедурами, устанавливаемыми и контролируруемыми бенефициарами фонда.

Альтернативные варианты организации процесса управления очевидным образом проигрывают рассмотренным базовым моделям. Так, например, реализация рыночной модели управления в условиях низкой эффективности рынка и для рядовых инвесторов неизбежным образом ведет к стремительному и неограниченному росту агентских издержек самого различного рода. Более сложная ситуация возникает в другом случае, а именно при наложении двух механизмов контроля – внутреннего (инсайдерского) со стороны контролирующих инвесторов и внешнего, в том числе через рынок. Рост агентских издержек в данной ситуации обусловлен целым рядом факторов. Например, очевидно, что менеджеры (управляющие инвестиционным фондом) вынуждены демонстрировать своим бенефициарам (квалифицированным инвесторам) собственную профессиональную компетенцию. Но именно в такой ситуации эта демонстрация будет связана с использованием все более изощренных и/или все более активных инвестиционных стратегий. Однако, как отмечалось выше, на эффективном рынке подобные стратегии ведут лишь к одному результату – росту неоправданных транзакционных издержек и проигрышу относительно всего рынка в целом.

Диалектическая взаимосвязь двух рассматриваемых подходов чрезвычайно интересным образом проявляется в биржевых инвестиционных фондах (*ETF, Exchange Traded Fund*) – одной из самых серьезных инноваций последних десятилетий на финансовых рынках⁴. В популярной, а зачастую даже в профессиональной литературе по инвестициям подобные фонды рассматриваются как несколько продвинутый, но все же классический индексный фонд. В основе этого лежит то обстоятельство, что стандартный *ETF*-фонд по своей структуре действительно повторяет тот или иной индекс, а задача управляющего сводится к максимально точному воспроизведению структуры выбранного бенчмарка (соответствующего биржевого индекса). Что касается отличий *ETF*-фонда от его классического индексного аналога, то оно отнюдь не сводится к фразе «акции *ETF* торгуются на бирже». Отличие носит более глубокий характер, заключается в специфическом механизме функционирования подобных фондов, в котором одновременно присутствуют элементы двух диаметрально противоположных инвестиционных концепций.

Начнем с того, что функционирование *ETF*-фонда предполагает наличие *двух категорий инвесторов*. К первой категории относятся **рядовые инвесторы**, которых данный тип фонда привлекает, с одной стороны, возможностью получения гарантированного рыночного результата с минимальными агентскими издержками управления, а с другой – низкими транзакционными издержками входа и выхода (высокой ликвидностью). Первое обстоятельство является естественным следствием индексности фонда, т. е. широкой рыночной диверсификацией его ак-

⁴ В России в соответствии с Федеральным законом от 28.07.2012 № 145-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» введен новый тип паевых инвестиционных фондов (ПИФов) – *биржевой ПИФ*, который может считаться российским аналогом *ETF*. Типовые правила доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом утверждены Постановлением Правительства РФ от 15 июля 2013 г. № 600.

тивов в соответствии с повторяемым биржевым индексом. Таким образом, рядовые инвесторы являются потребителями благ правильной трактовки *концепции эффективности рынка*. Второе обстоятельство, а именно высокая ликвидность, определяется не столько обращением акций фонда на бирже (мало ли что как бы обращается на бирже), сколько наличием другой категории инвесторов или участников фонда – **уполномоченных (авторизованных) участников** (*authorized participants*). Эти инвесторы обладают необходимой квалификацией, соответствующим объемом активов, а также полномочиями в рамках конкретного фонда. Все это позволяет рассматривать данную категорию инвесторов как обладающую специфическими компетенциями. Очевидно, что для подобных инвесторов формирование результата на уровне рыночного (уровень бенчмарка) не является привлекательным, но это и не является их целью в рамках участия в процессе функционирования *ETF*-фонда. Их целью является извлечение дохода от неэффективности формирования цены на акции фонда. Парадоксальным образом, но они, в отличие от рядовых инвесторов того же самого фонда, являются потребителями совершенно иной концепции – *концепции иррациональности, неэффективности рынка*. Все дело в том, что уполномоченные участники в отличие от своих рядовых коллег имеют право не только приобретать или продавать акции фонда на бирже (вторичный рынок), но и действовать на первичном рынке приобретения или погашения ценных бумаг фонда. В данном случае речь идет о том, что уполномоченный участник по отношению к управляющей компании фонда имеет право обменивать: 1) акции фонда на соответствующее количество конкретных финансовых активов в строгом соответствии со структурой отслеживаемого индекса и, наоборот, 2) набор отвечающих индексу финансовых активов на определенное количество акций фонда.

Присутствие одновременно на обоих рынках обращения акций *ETF*-фонда обеспечивает уполномоченному участнику возможность извлекать арбитражную прибыль от неэффективности ценообразования на вторичном рынке. Разумеется, строгое соответствие структуры активов фонда выбранному индексу означает жесткое «наполнение» каждой акции строго определенным количеством финансовых активов, составляющих индекс. В условиях рационального и высокоэффективного рынка это означает, что стоимость акции фонда в любой момент должна соответствовать стоимости своего «наполнения». По большому счету так оно и есть, но на практике вступают в силу те или иные «трения рынка». В результате возникают незначительные, но вполне уловимые для профессиональных инвесторов расхождения между биржевой котировкой акции фонда и суммой биржевых котировок стоящих за ней активов. Незначительность величины отклонения компенсируется гарантированностью извлечения прибыли уполномоченным участником. В случае если котировка акций ниже суммы котировок соответствующих активов, уполномоченный участник 1) покупает на бирже необходимый пакет акций (базовая единица); 2) обменивает данный пакет на соответствующее количество финансовых активов и 3) продает эти активы, но уже на вторичном, биржевом рынке. Понятно, что в результате происходит минимизация биржевых спредов на акции соответствующих фондов, растет их ликвидность, что, как отмечалось выше, отвечает интересам рядовых инвесторов. Тот же аспект можно рассматривать и в контексте корпоративного управления, при котором снижение транзакционных издержек «входа-выхода» снижает и соответствующие агентские издержки, которые практикуют управляющие компании при размещении (надбавка) или погашении (скидка) ценных бумаг фондов.

Если провести определенную аналогию с классической акционерной корпорацией, то можно представить, что уполномоченные участники, обладая соответствующими правами, реализуют механизм т. н. «трансфертного ценообразова-

ния»⁵, приобретая у фонда рыночные инструменты или акции по заниженной цене или, наоборот, продавая ему же эти активы по цене завышенной. Тем не менее это не ущемляет прав рядовых инвесторов, которые, несмотря ни на что, сохраняют «права» на строго определенное количество рыночных активов в соответствии со структурой индекса и количеством принадлежащих им акций. Более того, постоянный оборот акций и активов между первичным и вторичным рынками обеспечивает дополнительный механизм контроля управляющих по выполнению ими своей основной задачи, состоящей в поддержании структуры активов фонда в строгом соответствии со структурой индекса.

Как мы видим, биржевой инвестиционный фонд представляет собой изящный инвестиционный механизм, в котором сочетание диаметрально противоположных инвестиционных концепций создает правила игры с ненулевой суммой (*Non-Zero-Sum Games*). В терминологии корпоративного управления это означает исключение или минимизацию двух базовых конфликтов интересов. Первый конфликт «управляющие (агенты) – инвесторы (принципалы)» естественным образом преодолевается жесткой регламентацией действий управляющих (агентов), имеющих, по сути дела, лишь формальный, технический характер. Второй системе отношений, а именно «контролирующие инвесторы – рядовые инвесторы», присуща определенная асимметрия информации, а также возможностей по отчуждению или приобретению активов фонда. Однако эта асимметрия не создает разрушительного конфликта интересов, а лишь способствует достижению сторонами своих собственных и непересекающихся интересов.

К сожалению, диапазон реализации конструкции *ETF*-фондов, по всей видимости, ограничен. Принципиальная необходимость прозрачного, достаточно широкого и диверсифицированного бенчмарка, с высокой степенью рыночности соответствующих активов, исключает распространение данной конструкции инвестиционных фондов на высокоспецифичные, нетрадиционные рынки. По-видимому, эти рынки и в дальнейшем останутся полем интересов для соответствующих специфических инвесторов (профессиональных, квалифицированных, институциональных), которые способны реализовывать соответствующие инсайдерские модели корпоративного управления и контроля агентских издержек управления.

Литература

1. Абрамов Е. А. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.
2. Дегтярева И. В., Шалина О. И. Институциональные аспекты деятельности инвестиционных фондов в России // Гуманитарные и социальные науки. Электронный журнал. – 2010 (апрель). – № 1. – С. 60–68.
3. Мецгер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного ун-та. – 2013. – № 2 (2). – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2013. – С. 36–45.
4. Свенсен, Дэвид Ф. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций : пер. с англ. – М. : Эксмо, 2009. – 382 с.
5. Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. – № 3 (39).

⁵ Трансфертное ценообразование в контексте корпоративного управления позволяет контролирующему собственнику формировать снабженческо-сбытовые схемы, при которых рыночная прибыль бизнеса формируется за пределами корпорации, в аффилированных данному собственнику компаниях-поставщиках и потребителях.