

Стратегии управления активами инвестиционных фондов с точки зрения теории трансакционных издержек и корпоративного управления

Рассматриваются методологические вопросы формирования стратегии управления активами инвестиционного фонда. Высказывается гипотеза о выборе активного или пассивного управления активами в зависимости от уровня совокупных трансакционных издержек управления активами, а также с учетом характера инвестиционного рынка и состава инвесторов. Анализ трансакционных издержек управления активами инвестиционного фонда позволяет сформулировать условия успешного применения стратегии активного или пассивного управления. Рассмотрен механизм роста трансакционных издержек управления как проявление оппортунизма менеджеров, и предложены модели корпоративного управления, обеспечивающие снижение данных издержек.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; стратегия инвестиционного фонда; пассивное управление; активное управление; бенч-маркт; рыночная доходность; альфа управления; «умная бета»; индексное инвестирование; индексный фонд; Exchange Traded Fund (ETF); менеджеры; инвесторы; управляющая компания; агентская проблема; оппортунизм менеджеров; корпоративное управление; модель корпоративного управления; эффективный рынок; трансакционные издержки; внутренние издержки; внешние издержки; иерархия; рынок; вознаграждение управляющей компании; аутсайдерская модель; инсайдерская модель.

Трудно назвать другую область экономических знаний, финансового и инвестиционного менеджмента, столь же обласканную вниманием исследователей, как проблема формирования и управления портфелем инвестиционных активов. Можно предположить, что в основе данного феномена лежат как минимум следующие факторы. Во-первых, термин «инвестиции» даже на эмоциональном уровне вызывает целую гамму позитивных ассоциаций, связанных с доходностью, приумножением состояния, открывающимися возможностями и пр. Для сравнения можно привести существенно меньшую эмоциональную привлекательность таких не менее значимых аспектов финансов, в том числе личных, как «сбережения» и «накопления», оценка финансового состояния и финансовое планирование и т. д. Во-вторых, инвестиции дают возможность авторам исследований проявить практически любой уровень научной изощренности, включая математическую, при построении моделей оптимизации инвестиционных портфелей.

Тем не менее за подобным «информационным шумом» в значительной мере скрадываются драматические противостояния и противоречия базовых концепций и направлений, игнорирование которых в значительной мере обесценивает как научную, так и практическую значимость части публикаций. В определенной мере данная ситуация сравнима с выбором оптимального оттенка обоев в комнате без учета предпочтений ее обитателей, функционального назначения, степени освещенности, наконец! Можно без особого преувеличения утверждать, что инвестиционный менеджмент во многом остался на позициях классической или неоклассической экономики и в меньшей степени воспринял идеи и концепции экономики институционализма. Сохранение данной ситуации можно было бы считать безвредным, если бы не те вызовы, с которыми сталкиваются индустрия

* Александр Альбертович Мецгер, канд. техн. наук, доцент, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания» (г. Екатеринбург).

классических финансовых посредников и институт инвестиционных фондов. Стремительное наступление новых финансовых технологий (*FinTech*), в том числе таких, как крауд- и инвестфандинг (*Crowd-, Investfunding*), неизбежно подталкивает, а в скором времени будет вынуждать профессиональное сообщество искать ответы на такие институциональные вопросы, ответы на которые не способен генерировать классический инвестиционный менеджмент. В качестве примера можно привести вопрос о соотношении эмоционального и рационального восприятия результатов финансовых решений различными инвесторами¹.

Автор не претендует на глобальный пересмотр подходов к принятию управленческих решений на инвестиционных рынках. Целью данной статьи является попытка диалектического рассмотрения одного из ключевых вопросов управления активами инвестиционного фонда – выбор стратегии данного управления. Дихотомия данной проблемы в настоящее время предполагает выделение двух базовых, в значительной мере антагонистических вариантов:

- **активной стратегии**, предполагающей осознанный, рациональный выбор ограниченного числа активов из некоего рыночного множества и осуществление операций с данными активами, обеспечивающими прирост стоимости портфеля активов выше среднерыночного;

- **пассивной стратегии**, предполагающей формирование портфеля активов из полного рыночного множества и в соответствии с его структурой и осуществление операций с данными активами лишь в случае изменения модельной структуры рыночного множества.

Эмоциональное восприятие данных вариантов стратегии с точки зрения инвесторов, причем не только рядовых, но и искушенных, квалифицированных инвесторов, долгое время отдавало предпочтение активному стилю управления. Более того, это казалось аксиоматичным и с рациональной точки зрения, поскольку активный, профессиональный выбор (селекция) активов, профессиональный тайминг операций с ними (*timing*) – всё это неизбежно должно обеспечивать существенное повышение доходности с приемлемым ростом уровня риска. Неудивительно, что подобное восприятие сформировало целую индустрию индивидуального и коллективного доверительного управления (инвестиционные фонды), продуктом которого являлись **услуги профессиональных управляющих**. С точки зрения последних, бизнес-модель была достаточно успешной и стабильной – профессионализм позволял рассчитывать на высокое вознаграждение, в том числе как процент от суммы активов в управлении. В свою очередь, вера в профессионализм со стороны инвесторов подкреплялась «историями успеха», продемонстрировать которые способен любой управляющий (на локальных отрезках времени, за счет случайного, но благоприятного изменения конъюнктуры и т. д.).

Ситуация начала меняться с начала 70-х гг. прошлого века, когда благодаря работам Юджина Фамы (*Eugene F. Fama*) и ряда других исследователей была сформулирована концепция **эффективности рынка**, что позволило сформировать принципиально иной подход к принятию инвестиционных решений – т. н. **индексное инвестирование**, или пассивное управление портфелем активов². Появление подобных фондов долгое время не воспринималось как угроза апологетами активного управления. Однако в последние годы мы являемся свидетелями кардинального сдвига предпочтений инвесторов в индустрии инвестиционных

¹ Например, при инвестировании на рынке предметов искусства, существенное значение может приобретать удовлетворение немонетарных интересов и потребностей инвесторов (обладание, эксклюзивность, статус). См.: [10].

² Первый публичный индексный фонд *Vanguard 500 Index Fund*, основанный на индексе S&P 500, был создан в 1975 году Дж. Боглом (*John C. Bogle*) именно под влиянием работ Юджина Фамы, Бертона Мэлкила (*Burton Malkiel*) и Пола Самуэльсона (*Paul A. Samuelson*).

фондов – глобального перетока капитала в фонды с пассивным управлением активами. Например, в 2016 году нетто-отток инвестиций из активно управляемых фондов составил 92 млрд долларов, в то время как нетто-приток средств в индексные фонды составил 625 млрд долларов [14]. В основе данного явления лежат два фактора:

Кризис активного подхода к управлению активами. Многочисленные и многолетние сравнения эффективности индексных фондов и фондов с активным управлением свидетельствуют об отсутствии «премии за активность» [2; 1; 3; 4; 12; 13]. В качестве одного из авторитетных примеров можно привести оценку У. Шарпа (*William F. Sharpe*): «После вычета издержек доходность активно управляемых долларов должна быть ниже, чем доходность пассивно управляемых долларов» [16].

Формирование сегмента биржевых индексных фондов (англ. *Exchange Traded Fund, ETF*). Конструкция биржевого фонда не только сохраняет все преимущества индексного фонда (низкие издержки, широкая диверсификация), но и обеспечивает инвесторам ликвидность вложений.

Тихая «революция инвесторов», т. е. фактический отказ их от услуг профессиональных управляющих, поддерживается в первую очередь академической наукой и, как это ни странно, национальными регуляторами финансовых рынков в развитых странах (США, Евросоюз). При этом индустрия управляющих в целом занимает позицию игнорирования глобальных сдвигов предпочтений инвесторов, но при этом сохраняет неоправданно высокие уровни вознаграждений. Например, в исследовании [14] приводятся следующие данные: операционная прибыль управляющих компаний, ориентированных на рынок компаний, входящих в индекс *FTSE All Share*, в период с 2010-го по 2015 г. составляла от 34 до 39 %, в то время как средняя операционная прибыль эмитентов, входящих в этот же индекс, составляла лишь 16 %. Интересно сравнение рентабельности управляющих компаний с аналогичными по структуре компаниями (высокое значение человеческого капитала, низкая доля физических активов и т. д.) – представители данного бизнеса демонстрируют операционную прибыль на уровне от 4 до 33 %. Эта форма реакции напоминает ряду экспертов классический «эффект компании “Кодак”», когда пренебрежение возникающими технологическими или иными изменениями, в конечном счете, привело к провалу бизнес-модели и полному исчезновению компании [Там же].

Тем не менее представляется преждевременным отказ от активного управления как одной из стратегий управления активами инвестиционных фондов. Более того, несмотря на впечатляющие успехи пассивного управления, данная стратегия не лишена недостатков, которые в определенных случаях создают реальные угрозы для инвесторов.

Другими словами, можно предположить, что основные стратегии формирования и управления портфелем инвестиционных фондов обладают определенным набором характеристик, который обеспечивает их эффективное использование, но с учетом тех или иных особенностей инвестиционного рынка и/или состава инвесторов. Для оценки данной гипотезы предлагается использовать методологию **теории транзакционных издержек (ТТИ)** – одного из ключевых элементов современного институционального подхода. Предпосылками для этого являются следующие соображения:

1. Методология ТТИ в настоящее время является базовой в рамках теории фирмы, позволяя объяснять успешность применения различных форм организации бизнеса в зависимости от степени специфичности активов и эффективности рынка, в котором осуществляется его деятельность. В частности, «иерархия» обеспечивает минимум транзакционных издержек в условиях высокой неопреде-

ленности и слабой эффективности рынков, в то время как взаимодействие на уровне единичных контрактов («рынок») становится по этому же критерию эффективным в условиях рынка с высокой степенью информационной эффективности.

2. Концепция эффективности рынка, в свою очередь, является одной из основных для рынков инвестиционных активов. Инвестиционная деятельность, в том числе управление активами инвестиционных фондов, в настоящее время осуществляется на самых различных по степени информационной эффективности рынках. Более того, операции в рамках одного класса инвестиционных активов могут происходить на рынках, принципиально отличающихся по степени своей эффективности. В качестве примера можно еще раз привести такое направление, как инвестирование в художественные ценности.

3. Реализация той или иной стратегии управления активами фонда (пассивная или активная) неизбежно определяет характер и структуру транзакционных издержек, а значит, и направление их минимизации – сохранение формата «рыночное взаимодействие» или переход в более жесткий формат «иерархии». Например, активная стратегия в своей основе предполагает выявление и/или создание рыночных отклонений как основы для получения доходности выше среднерыночной. Разумеется, компетенции, которые обеспечивают данные преимущества, не могут быть приобретены на открытом рынке в рамках единичного контракта, а принципиально должны формироваться и удерживаться в рамках самой структуры фонда.

4. Успешность той или иной стратегии инвестиционного фонда обеспечивается уровнем **итоговой (конечной) доходности** инвесторов, но эта доходность в большей мере определяется лишь **уровнем соответствующих транзакционных издержек**. Данное предположение является наиболее спорным, поскольку критерием оптимизации портфеля инвестиционных активов традиционно считается уровень доходности в соотношении с параметрами риска. Однако следует учитывать следующие обстоятельства. Во-первых, данная доходность рассчитывается и оценивается, как правило, лишь с учетом т. н. «**издержек трансформации**» (прямых затрат на приобретение активов), что соответствует классическому инвестиционному менеджменту. При этом наличие транзакционных издержек игнорируется или их уровень принимается равным нулю. Во-вторых, как показывают многочисленные исследования на достаточно продолжительных отрезках времени, подобная «классическая» доходность не зависит от практикуемого стиля управления (активный или пассивный) и определяется лишь характером рынка, уровнем его риска и информационной эффективностью. Иными словами, поскольку активная или пассивная стратегия в одинаковых условиях обеспечивают равную доходность с учетом издержек трансформации, то выбор оптимальной стратегии вполне оправданно делать по критерию конечной доходности, т. е. с учетом транзакционных издержек.

5. Транзакционные издержки, в свою очередь, можно дифференцировать на 1) **внешние издержки рыночных транзакций**, которые чрезвычайно чувствительны к росту специфичности активов и снижению информационной эффективности рынка и 2) **издержки создания и поддержания иерархии**, которые, напротив, зависят лишь от сложности внутренней структуры, но слабо восприимчивы к уровню информационной эффективности внешнего рыночного окружения (см.: [5; 9; 7]). Как будет показано ниже, именно доминирование той или иной группы транзакционных издержек определяет специфику активной и пассивной стратегии инвестиционного фонда.

Высказанные соображения позволяют перейти непосредственно к оценке специфики и структуры транзакционных издержек, характерных для рассматриваемых стратегий управления активами инвестиционного фонда (рис. 1).

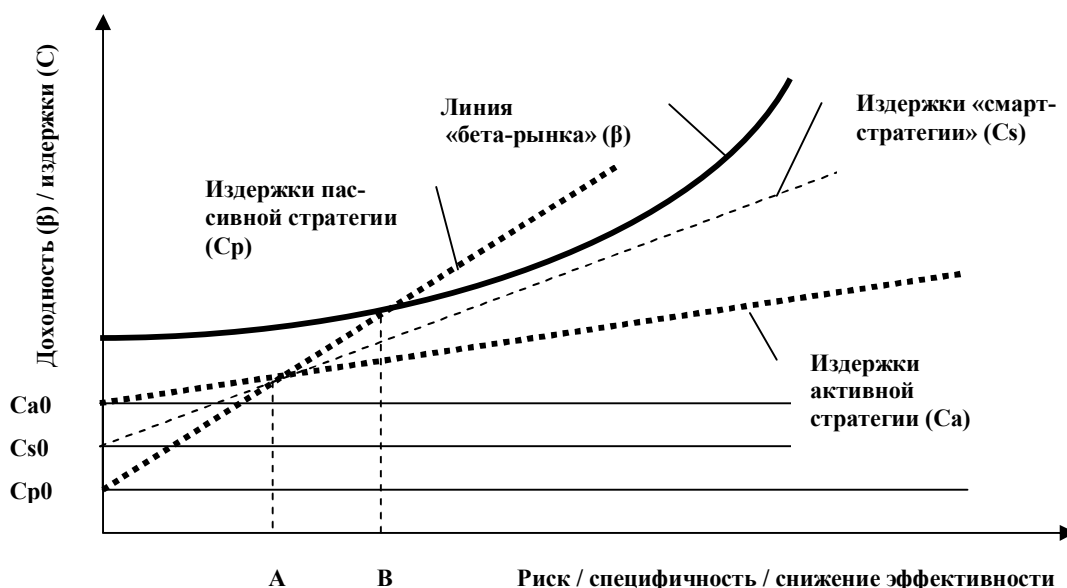


Рис. 1. Уровни транзакционных издержек фонда при различных вариантах стратегии и в зависимости от степени эффективности рынка³

Пассивная стратегия. В данном случае не ставится задача выявления каких-либо рыночных несоответствий, ценовых аномалий, а основная идея основана на формировании портфеля активов, в максимальной степени соответствующего структуре инвестиционного рынка. Очевидно, что данная стратегия не предполагает какой бы то ни было сложной иерархии, а значит, внутренние издержки на ее создание и поддержание находятся на низком уровне (Cp0 на рис. 1) вне зависимости от характера инвестиционного рынка. На практике это означает, в первую очередь, минимум издержек на вознаграждение управляющей компании как ключевого элемента иерархии инвестиционного фонда. Совершенно иным образом ведут себя внешние издержки взаимодействия с инвестиционным рынком. В условиях эффективного рынка величина данных издержек пренебрежимо мала, например, малы затраты на отслеживание биржевого индекса или на совершение биржевых операций в условиях высокой ликвидности. Напротив, по мере снижения уровня эффективности рынка, его ликвидности издержки внешних транзакций стремительно и неизбежно растут. Дело в том, что сохраняется основная идея пассивного управления – приобретение ВСЕХ активов, составляющих рынок, но каждая конкретная транзакция теперь уже требует значительных издержек (привлечение консультантов, экспертов и т. д.). Напомним, что собственные компетенции в рамках пассивного управления не создаются! Таким образом, формируется достаточно крутая линия совокупных транзакционных издержек пассивного управления (Cp) как функции от степени эффективности рынка. Предвидя возможные упреки в излишней схоластичности подобных рассуждений, можно предложить представить те транзакционные издержки, которые будут сопровождать формирование портфеля активов, полностью соответствующего структуре рынка венчурных компаний или стартапов!

Активная стратегия. Структура и характер изменения транзакционных издержек в данном случае будут диаметрально противоположными. Во-первых, как уже отмечалось выше, идеология активного управления принципиально предполагает постоянный мониторинг соответствующего рынка, выявление и/или создание и удержание рыночных аномалий. На практике это предполагает высокий

³ Составлено автором.

уровень сложности иерархии элементов, обеспечивающих функционирование активной стратегии: команду высококлассных специалистов, сложные алгоритмические комплексы, создание информационных каналов и схем администрирования, доступ к инсайдерской информации и т. д. Еще раз подчеркнем важность именно иерархичной структуры, включения самых различных элементов во «внутренний контур» инвестиционного фонда, как основы создания и удержания конкурентных позиций. Как следствие, затраты на создание и поддержание при активной стратегии управления иерархии будут неизбежно формироваться на достаточно высоком уровне (C_{a0} на рис. 1) и вне зависимости от степени информационной эффективности рынка. Например, услуги высококлассного аналитика, включенного в команду управляющей компании, будут стоить одинаково дорого вне зависимости от того, какой рынок будет объектом его анализа! С другой стороны, издержки внешних рыночных транзакций будут изменяться (расти) по мере снижения информационной эффективности рынка. Однако степень интенсивности данного изменения принципиально отличается от поведения аналогичных издержек в условиях пассивного управления. Простейшим объяснением может служить то обстоятельство, что в рамках активного управления, как правило, происходит сужение множества инвестиционных объектов, включаемых в портфель, и их комбинаций. Подобная «селекция», разумеется, требует затрат, но они уже были учтены в составе внутренних издержек на поддержание иерархии фонда с активным управлением. В итоге мы имеем дело с линией совокупных транзакционных издержек стратегии активного управления, которая имеет более пологий характер (C_a).

Теперь можно перейти к оценке «конечной доходности» инвесторов инвестиционных фондов, практикующих тот или иной подход к управлению активами (рис. 2). В соответствии с высказанными выше предположениями, итоговая доходность (R) представляет собой разницу между рыночной доходностью, которая генерируется на данном рынке с учетом степени его эффективности (β на рис. 1) и транзакционными издержками соответствующей стратегии (C_a и C_p на рис. 1).

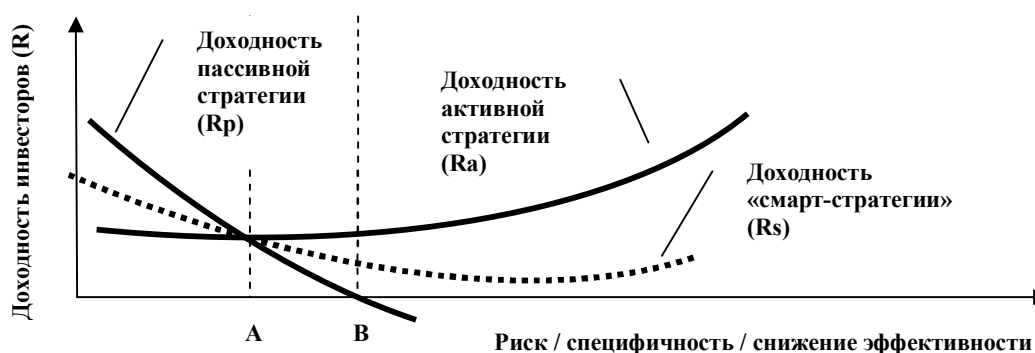


Рис. 2. Доходность инвесторов фонда при различных вариантах стратегии и в зависимости от степени эффективности рынка⁴

Как мы видим, итоговая доходность пассивной стратегии существенно превышает доходность активной альтернативы в условиях эффективных рынков (например, биржевых с высокой ликвидностью), но это преимущество стремительно сокращается по мере перехода на рынки с меньшей эффективностью. Более того, в точке A доходности альтернатив для инвесторов становятся равными, а начиная с точки B , пассивная стратегия начинает генерировать отрицательную доходность

⁴ Составлено автором.

для инвесторов соответствующего фонда! Напротив, активная стратегия, демонстрирующая относительно скромные уровни доходности на высокоэффективных рынках, остается вне конкуренции на рынках специфических активов с низким уровнем эффективности⁵.

Представленная модель анализа транзакционных издержек позволяет оценить эффективность еще одного варианта стратегии инвестиционных фондов, который в настоящее время активно продвигается, в том числе со стороны индустрии управляющих компаний. Речь идет о т. н. «стратегии умной беты» (*smart beta*). В данном случае стратегия фонда основана на формировании портфеля активов, не повторяющем структуру рынка (как при пассивном индексном инвестировании), а сужающем данное рыночное множество до тех групп активов, которые на основе исторических данных обеспечивали повышенную доходность относительно среднерыночной (β). Селекция групп активов может осуществляться по самым различным критериям – факторам дополнительного риска как источников премий к среднерыночной доходности. В качестве примера можно привести: *фактор недооцененности* (компании стоимости имеют больший потенциал перед компаниями роста), *фактор момента* (более успешные компании имеют больший шанс на продолжение успеха, чем компании-аутсайдеры), *фактор размера компании* (меньшие компании растут в рыночной стоимости быстрее крупных) и т. д. Как отмечают энтузиасты подобного подхода и как активно подчеркивается при распространении данных продуктов со стороны управляющих компаний, данная стратегия не имеет основных недостатков по сравнению с базовыми стратегиями:

- обеспечивает доходность выше среднерыночной;
- снижает издержки своей реализации.

Аргумент о получении доходности выше среднерыночной беты (β) не подтверждается анализом фактических результатов фондов, использующих те или иные варианты «умных бет» или их сочетаний. Например, ставка на компании стоимости (*value*) в противовес компаниям роста (*growth*) не может реализоваться уже в течение последнего десятилетия. Кроме того, наличие **очевидных** факторов «риск-успех», которые могут использовать одни участники, должно говорить о наличии значительной группы участников – «добровольных проигравших». Что трудно представить даже с учетом эффекта иррациональности у части рыночных игроков!

Таким образом, мы вновь возвращаемся к теме анализа транзакционных издержек данной стратегии. Логично предположить, что любой вариант стратегии «умной беты» есть лишь «облегченный вариант» классической активной стратегии. В таком случае издержки на создание «иерархии» ($Cs0$ на рис. 1), конечно, будут ниже, но они будут существенно выше, чем при классическом индексном инвестировании⁶. Транзакционные издержки рыночного взаимодействия в данном случае, разумеется, будут менее восприимчивы к снижению эффективности рын-

⁵ В целом это соответствует результатам эмпирических исследований, которые подтверждают эффективность активных стратегий именно на рынках с меньшей эффективностью, примером которых могут служить и развивающиеся рынки (см., напр.: [11]).

⁶ Для примера можно привести слова авторитетного Нуриэля Рубини (*Nouriel Roubini*), которыми он старался подчеркнуть эффективность своих фондов, ориентированных на стратегию «умной беты»: «...у моей фирмы экономических исследований есть количественная модель, обновляемая каждые три месяца, которая ранжирует 174 страны по более чем 200 экономическим, финансовым, политическим и другим параметрам с целью измерить среднесрочную привлекательность различных стран для инвесторов. Подобный подход позволяет уловить четкие сигналы того, какие страны покажут плохие результаты или окажутся в кризисе, а какие – достигнут наивысших экономических и финансовых результатов. Отсевание плохих и ужасных яблок на основе этого ранжирования, а значит, отбор большего числа хороших яблок, обеспечат доходность...» (см.: [15]).

ка, чем при пассивном индексном инвестировании – в силу сужения множества объектов инвестирования. Однако эта чувствительность будет неизбежно выше, чем при классическом активном управлении! В итоге, при стратегии «умной беты», мы, скорее всего, получим линию совокупных транзакционных издержек (Cs), которая на любом рынке будет превышать издержки пассивного или активного управления. Как следствие, стратегия «умной беты» проигрывает по итоговой доходности пассивному инвестированию на эффективных рынках и активному инвестированию – на рынках с низким уровнем эффективности (рис. 2).

Завершая анализ данного промежуточного варианта стратегий, можно отметить, что не всякая середина является «золотой», и привести крайне негативную оценку пионера индексного инвестирования Дж. Богла, охарактеризовавшего продвижение подобных стратегий со стороны управляющих инвестиционными фондами как агрессивное [17].

В заключение остановимся на тех возможностях, которые дает анализ транзакционных издержек инвестиционных фондов с точки зрения корпоративного управления. Как уже неоднократно отмечалось [8; 7; 6], инвестиционный фонд представляет собой своеобразную **инвестиционную корпорацию** – объединение не только инвесторов и их финансовых ресурсов, но и менеджеров управляющей компании, более или менее обязательных участников инфраструктуры фонда (депозитарий, оценщик, аудитор). Однако в некоторых случаях в состав подобной корпорации начинает включаться целый ряд других участников и заинтересованных лиц. Например, в условиях хедж-фондов значимую роль приобретают банки-кредиторы, в условиях фондов прямых инвестиций – менеджмент компаний-акцепторов капитала и т. д. Учет интересов данных участников позволяет или снижать издержки их взаимодействия, или, напротив, при их игнорировании – иметь дело с ростом данных издержек. Эффективные (низкозатратные) форматы взаимодействия ключевых участников инвестиционных процессов в фонде обеспечиваются за счет соответствующей модели корпоративного управления. Верно и обратное утверждение: модель корпоративного управления в рамках конкретных условий инвестиционного рынка и состава инвесторов является оптимальной, поскольку обеспечивает минимум транзакционных издержек.

Например, реализация стратегии индексного пассивного инвестирования на эффективных рынках, как было показано выше, обеспечивает минимизацию транзакционных издержек на эффективных рынках с приемлемым уровнем риска и высокой ликвидностью. Это в наибольшей степени соответствует интересам неквалифицированных, рядовых инвесторов. Можно даже высказать предположение, что именно ставка на широкую, несегментированную аудиторию рядовых инвесторов обеспечивает в данном случае минимум транзакционных издержек – «издержек управления портфелем пассивов». Напротив, активная стратегия, обеспечивающая минимум транзакционных издержек и соответствующую итоговую доходность на малоэффективных рынках (в том числе при меньшей ликвидности), становится привлекательной для квалифицированных искушенных инвесторов.

В каждом из указанных случаев минимизация транзакционных издержек привлечения и/или удержания инвесторов должна также решаться в рамках соответствующей модели корпоративного управления. Например, в случае публичного фонда, ориентированного на рядовых инвесторов и реализующего стратегию пассивного инвестирования, данная модель предполагает минимизацию издержек управляющей компании – избыточные издержки на создание и поддержание «иерархии». Понимая атрибутивный оппортунизм менеджеров, не заинтересованных в снижении даже избыточного вознаграждения, западные регуляторы в последние годы сознательно заостряют внимание рядовых инвесторов не на доходности инвестиционных фондов, а на уровне издержек управления ими, как наиболее адек-

ватном критерии итоговой эффективности. В сочетании с жестким администрированием раскрытия всей структуры издержек, подобный подход определяет конфигурацию соответствующей модели корпоративного управления публичных инвестиционных фондов.

Литература

1. Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014.
2. Богл Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2013.
3. Богл Д. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013.
4. Крылов М. Преимущества консервативного подхода к управлению инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 47–49.
5. Мецгер А. А. К вопросу о соотношении теории трансакционных издержек и корпоративного управления // Россия в мире XXI века: между насилием и диалогом : материалы XVI Международной научно-практической конференции Гуманитарного университета : в 2 т. / редкол.: Л. А. Закс [и др.]. – 2013. – С. 36–39.
6. Мецгер А. А. Механизм формирования вознаграждений управляющих инвестиционными фондами как элемент корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 3 (18). – С. 25–37.
7. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах с точки зрения теории трансакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 2 (17). – С. 24–38.
8. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2017. – № 3 (71). – С. 53–65.
9. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления с точки зрения внутренних трансакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 1 (1). – С. 64–69.
10. Мецгер А. А. Систематизации форм и методов инвестирования на рынке предметов искусства с точки зрения корпоративного управления // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2014. – № 5 (55). – С. 31–37.
11. Озорнина О. В., Чиркова Е. В. Кто обыгрывает рынок в России? // Корпоративные финансы. – 2012. – № 2 (22). – С. 5.
12. Свенсен Д. Ф. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций : пер. с англ. – М. : Эксмо, 2009. – 382 с.
13. Экономика инвестиционных фондов : монография / А. Е. Абрамов, К. С. Акшенцева, М. И. Чернова и др.; под общ. ред. А. Д. Радыгина. – М. : ИД «Дело» РАНХиГС, 2015. – 720 с.
14. Masarwah A. Steht die Fondsindustrie vor ihrem «Kodak Moment»? // Morningstar. – URL: <http://www.morningstar.de/de/news/161768/steht-die-fondsindustrie-vor-ihrem-“kodak-moment”.aspx>
15. Opinion: Nouriel Roubini’s secret for beating the market // MarketWatch. – 2015. – July 27. – URL: <https://www.marketwatch.com/story/robert-shillers-secret-for-beating-the-market-2015-07-27>.
16. Ritzau M. Die große Fondslüge. Falsch beraten von Finanztest, Sparkasse, Banken und Co. – Tectum Verlag Marburg, 2016.
17. Smarte Fragen zu Strategic Beta // Morningstar. – URL: <http://www.morningstar.de/de/news/150326/smart-fragen-zu-strategic-beta.aspx>

Alexander Al'bertovich Metzger,
Candidate of Engineering, Associate Professor,
Director General of ZAO «Upravlyauschayacompanya»
(Ekaterinburg)

**Strategies for Asset Management of Investment Funds from the Point
of View of the Transaction Costs Theory and Corporate Governance**

The methodological issues of strategy formation for asset management of investment fund are considered. The author voices the hypothesis about the choice of active or passive asset management, depending on the level of aggregate transaction costs of asset management, bearing in mind the nature of the investment market and the composition of investment as well. The analysis of transaction costs of asset management of the investment fund allows to formulate the conditions for successful application either active or passive management strategy. The mechanism of transaction control costs growth as a manifestation of managerial opportunism is considered, and corporate governance models that reduce these costs are proposed.

Key words: Investment fund; investment fund strategy; passive management; active management; benchmark; market yield; control alpha; smart beta; index investment; index fund; Exchange Traded Fund (ETF); managers; investors; Management Company; agency problem; opportunism of managers; corporate governance; corporate governance model; effective market; transaction costs; internal costs; external costs; hierarchy; market; management company remuneration; outsider model; insider model.