

Вопросы корпоративного управления в «Основных направлениях развития финансового рынка РФ на период 2019–2021 годов»

Рассматриваются основные направления развития финансового рынка РФ, разработанные Банком России на период 2019–2021 годов, с точки зрения вопросов корпоративного управления. Развитие корпоративного управления оценивается как один из элементов формирования взаимного доверия участников рынка. Высказывается гипотеза о целесообразности рассмотрения корпоративного управления не только в рамках классических акционерных компаний, но и для других форм аккумуляции средств участников рынка (коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные фонды). Отмечено особое значение формирования эффективных моделей корпоративного управления для индустрии инвестиционных фондов.

Ключевые слова: финансовый рынок; корпоративное управление; модель корпоративного управления; финансовые посредники; коммерческие банки; страховые компании; инвестиционные фонды; управляющие компании; инвесторы; квалифицированные инвесторы; неквалифицированные инвесторы; агентская проблема; транзакционные издержки.

В августе 2018 год современная Россия невольно отмечает «юбилейную» годовщину кризиса 1998 года, обогатившего словарный запас даже рядовых граждан словом «дефолт». Разумеется, отказ от обслуживания государственных долговых обязательств в тот момент лишь вскрыл всю глубину противоречий и диспропорций, копившихся в процессе трансформации экономических отношений. Однако этот кризис в стране с многолетней историей создания «материальной базы коммунизма» – планового формирования и распределения товарных активов высветил роль т. н. «финансовой надстройки» – финансового рынка. Именно этот рынок открывает путь к решению утилитарной, но постоянно актуальной задачи обеспечения платежей между экономическими агентами, предоставляет всем заинтересованным лицам доступ к источникам долгового и долевого финансирования, а самым разным группам инвесторов – необходимый и достаточный набор инструментов сбережения и инвестирования, позволяет эффективно перераспределять и минимизировать риски домохозяйств и хозяйствующих субъектов.

Современный финансовый рынок (и Россия в данном случае не является исключением) – это сложная система взаимодействия инвесторов и эмитентов, кредиторов и заемщиков, различных типов финансовых посредников и собственно государства, которое на данном рынке выступает не только во всех перечисленных ролях, но и в качестве основного регулятора. Значительный, если не доминирующий, объем финансовых отношений складывается из аккумуляции средств отдельных участников, переданных в управление на тех или иных условиях другим участникам финансового рынка. Примерами могут служить хозяйствующие общества (акционерные и с ограниченной ответственностью), коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании и т. д. Несмотря на специфику приведенных примеров, для всех них характерно то, что собственники финансовых ресурсов (акционер корпорации, вкладчик коммерческого банка, пайщик инвестиционного фонда, клиент страховой компании) пере-

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

дают функцию управления своими средствами другому лицу в расчете на получение ожидаемого, в большей или меньшей степени гарантированного результата.

Выделение категории собственника финансового ресурса и лица, которому данный ресурс передается в управление, позволяет рассматривать данное взаимодействие как отношения «**принципал – агент**», т. е. в рамках т. н. «агентской теории», которая, в свою очередь, является частным случаем теории трансакционных издержек и элементом институционального подхода в экономике. С этой точки зрения атрибутивное расхождение интересов агента и принципала, наличие *асимметрии информации* в пользу агента формируют тот или иной уровень *агентских издержек* – издержек на контроль за действиями агента и принуждение (мотивирование) его к действиям в интересах принципала. С точки зрения теории трансакционных издержек, это издержки на выбор агента, заключение контракта с ним, контроль за соблюдением контракта и принуждение к исполнению контракта. Высокий уровень трансакционных издержек в экономике свидетельствует о слабом развитии рыночных отношений, низкой конкуренции, ведет к формированию неадекватных цен на товары и услуги. Можно сказать, что именно уровень трансакционных издержек определяет водораздел между развитыми и развивающимися, догоняющими национальными экономиками.

Финансовый рынок с высокими трансакционными издержками – это рынок, при котором предприятия реального сектора экономики или ограничены внутренними источниками финансирования, или, в лучшем случае, имеют доступ к внешнему долговому финансированию (банковские кредиты). С другой стороны, домохозяйства (т. е. рядовые инвесторы) в этих условиях лишены возможности формирования надежных долгосрочных инвестиций в условиях кризиса государственного пенсионного обеспечения. Возможными, а точнее, неизбежными следствиями в этих условиях становится сохранение, а на самом деле примитивизация процессов в сфере реальной экономики, нарастание экономических и социальных проблем для значительной части населения страны.

Таким образом, задача снижения агентских издержек на финансовом рынке носит не схоластический, а вполне практический характер. С определенным допущением ее можно представить как **повышение оправданного доверия** владельцев финансовых ресурсов к существующим и создаваемым инструментам аккумуляции указанных ресурсов. Оправданность доверия, в свою очередь, является следствием создания и поддержания необходимого набора действенных механизмов, а в широком смысле – институтов, определяющих взаимодействие основных групп участников на финансовом рынке. В узком смысле данные механизмы должны обеспечивать контроль действий 1) лиц, получивших контроль над финансовыми ресурсами, в интересах или при соблюдении интересов; 2) лиц, передавших им указанные ресурсы. В более широкой трактовке можно говорить о системе механизмов, позволяющих учитывать и согласовывать интересы как основных участников трансформации финансовых ресурсов, так и других заинтересованных лиц. Указанные определения составляют содержание и основную задачу корпоративного управления (*corporate governance*), которое в настоящее время вышло далеко за пределы анализа и защиты миноритарных акционеров в рамках классической акционерной компании. Сегодня корпоративное управление – это целостная система внутренних и внешних механизмов: органы корпоративного управления, которые формируются с учетом специфики деятельности конкретной компании, но на основе передовых практик, система государственного контроля и контроля со стороны профессионального сообщества и т. д. [9].

Корпоративное управление на финансовом рынке способствует формированию необходимого уровня доверия между его основными участниками, обеспечивая предсказуемость их поведения и разумную прозрачность принятия и реализа-

ции решений. Важную роль во всех этих процессах играет государство, которое в данном случае не только выступает как один из драйверов поступательного развития рыночных отношений, но и обеспечивает функционирование ряда ключевых механизмов корпоративного управления. В этой связи уместно рассмотреть позицию государства по вопросам развития корпоративного управления на финансовом рынке – в лице его основного (мега) регулятора – Банка России. Данную возможность предоставляет разработанный Банком России документ – «**Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2019–2021 годов**» [13], который в настоящее время проходит активное обсуждение, в том числе с привлечением представителей финансовой индустрии (коммерческих банков, страховых и управляющих компаний, профессиональных участников фондового рынка).

Анализируемый документ является развитием аналогичного предшествующего документа на период 2016–2018 гг., и в нем, прежде всего, подводятся итоги прошедших трех лет. Несмотря на шоки, испытанные российской экономикой в указанные годы, надо согласиться с выводом, что финансовый рынок продемонстрировал твердую устойчивость, и в значительной мере это являлось заслугой не всегда очевидных в момент действий Банка России.

Важным представляется оценка регулятора, которую он дает текущему состоянию и уровню развития российского финансового рынка. Совершенно справедливо отмечается, что уровень развития финансового сектора определяется такими фундаментальными характеристиками социально-экономического развития страны, как структура (тип) ее экономики, диверсификация деятельности экономических агентов, показатели благосостояния населения, общий уровень развития государственных и правовых институтов, степень интеграции в глобальные рынки. Как следствие, характерными особенностями российской модели финансового рынка являются:

- преобладание банковского сектора;
- опора на собственные финансовые ресурсы, основным источником которых стали доходы от сырьевого экспорта;
- преимущественная роль бюджетных и межфирменных каналов их перераспределения по сравнению с их перераспределением через финансовых посредников.

Банк России при этом ссылается на результаты исследований [20; 21], в которых модель российского финансового рынка входит в один кластер с моделями таких стран, как Индонезия, Аргентина, Колумбия, Казахстан, Турция, Перу, Уругвай, Македония, Филиппины, Пакистан, Мексика и ряд других.

Важно, что регулятор хотя и сдержанно, но констатирует абсолютное преобладание банковского сегмента финансового рынка. Например, приводятся такие данные: активы кредитных организаций, составляющие на конец 2017 года 85,2 трлн руб., или 92,6 % ВВП, безусловно доминируют над активами небанковского финансового сектора. Для сравнения на тот же момент времени: активы негосударственных пенсионных фондов – 3,7 трлн руб. (4,0 % ВВП), страховых компаний – 2,3 трлн руб. (2,5 % ВВП), паевых инвестиционных фондов – 2,9 трлн руб. (3,2 % ВВП). Это отличает отечественный финансовый рынок от финансовых рынков большинства развитых стран, где небанковские институты в лице инвестиционных фондов, страховых компаний и пенсионных фондов обеспечивают возможности экономики по трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции. С одной стороны, именно эти инвестиции необходимы для устойчивого расширения и

усложнения экономики страны, а с другой стороны, именно долгосрочные инвестиции объективно отвечают интересам домохозяйств – для обеспечения альтернативных вариантов решения проблемы достойной старости.

По нашему мнению, глобальная диспропорция российского финансового рынка обусловлена искажением рынка спроса на финансовые ресурсы как со стороны потребителей (акцепторов) капитала, так и со стороны инвесторов (доноров). Однако в анализе Банка России не рассматривается вопрос удивительно слабого интереса российских компаний к долевному рыночному финансированию. Основное внимание регулятор уделяет низкой активности населения на финансовом рынке. В качестве причин называются:

- низкий уровень финансовой грамотности населения – по результатам проведенного в 2016 году Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) исследования в 26 странах, Россия заняла 23-е место;
- низкий уровень доверия к небанковским финансовым посредникам из-за деятельности теневых и недобросовестных участников рынка.

Можно в целом согласиться с подобной оценкой Банка России. Однако низкий уровень доверия к небанковским финансовым инструментам нельзя объяснить исключительно недобросовестностью теневых участников рынка. Свою долю ответственности должно взять на себя и государство, которое в значительной мере разрушило формирующееся доверие и интерес граждан к финансовым продуктам пенсионного сегмента.

Тем не менее общий пафос тезиса о формировании доверия абсолютно обоснован. С точки зрения современного корпоративного управления вполне оправданно звучат такие факторы формирования доверия, как этическая культура в рамках участников рынка, институт их деловой репутации, механизмы предотвращения конфликта интересов, а также персональной ответственности менеджмента и собственников финансовых организаций.

Разумеется, ключевым элементом анализируемого документа является собственно формулирование **основных направлений** развития финансового рынка. В качестве таких направлений Банк России называет:

- формирование доверительной среды;
- развитие конкуренции на финансовом рынке;
- поддержание финансовой стабильности;
- обеспечение доступности финансовых услуг.

Очевидно, что поставленная цель анализа корпоративного управления на финансовом рынке акцентирует особое внимание на таком направлении, как «формирование доверительной среды». Банк России в этом пункте декларирует бесспорные положения о необходимости защиты средств кредиторов и вкладчиков, формирования доверия к национальной валюте и собственно к действиям регулятора. Однако более интересным представляется выделение несколько других, но, на наш взгляд, чрезвычайно важных акцентов:

- регулирование конфликта интересов и внедрение элементов корпоративной культуры, основанной на приоритете интересов клиента;
- обеспечение информационной прозрачности, придающей участникам уверенность в справедливости процесса формирования рыночной цены.

Как будет показано ниже, именно эти вопросы ускользают из поля зрения как регулятора, так и участников рынка, и/или их решение выхолащивается, превращаясь в избыточное регулирование для участников рынка и не создавая защиты для тех же инвесторов. Отрадно, что регулятор понимает данную проблему в рамках защиты прав потребителя финансовых услуг и инвестора. Отмечается, что важна не только точность, своевременность и релевантность информации, но и ее

доступность для понимания, способность потребителя ее воспринять, что во многом обусловлено состоянием финансовой грамотности.

В этой же связи нельзя не отметить, что Банк России начинает уделять внимание такому вопросу, как поведенческий выбор на финансовых рынках¹. Например, Банк России, как минимум, декларирует готовность к формированию защиты потребителей финансовых услуг от недобросовестного поведения профессиональных участников рынка, эксплуатирующих потребительский иррационализм инвесторов, кредиторов и других участников.

Переходя на уровень конкретных **мероприятий по развитию финансового рынка**, Банк России определяет их перечень следующим образом:

- создание благоприятной среды для цифровизации финансового рынка;
- развитие конкуренции на финансовом рынке;
- развитие сегмента длинных денег;
- развитие корпоративных отношений;
- совершенствование надзорного подхода Банка России;
- противодействие недобросовестным практикам, профилактика и пресечение правонарушений;
- интеграция в рамках ЕАЭС;
- совершенствование регулирования БКИ;
- защита прав потребителей и инвесторов;
- повышение финансовой доступности;
- повышение финансовой грамотности;
- реформа аудита;
- совершенствование регулирования рынка ПФИ;
- развитие инфраструктуры финансового рынка;
- взаимодействие со странами БРИКС.

Кроме того, предусматриваются преобразования, затрагивающие:

- банковский сектор;
- рынок ценных бумаг;
- страховой сектор;
- сектор коллективных инвестиций и доверительного управления;
- сектор микрофинансирования;
- платежные системы и платежную инфраструктуру.

Разумеется, все перечисленные мероприятия в той или иной мере отражают и соответствуют базовым направлениям развития финансового рынка. Тем не менее, с точки зрения самого регулятора, на формирование доверительной среды в наибольшей мере будут оказывать влияние следующие три мероприятия: 1) развитие корпоративных отношений; 2) противодействие недобросовестным практикам, профилактика и пресечение правонарушений; 3) защита прав потребителей и инвесторов. Рассмотрим их несколько подробнее.

Развитие корпоративных отношений. В рамках данного раздела Банк России непосредственно затрагивает тему корпоративного управления. Совершенно справедливо поднимается тема защиты интересов участников отношений, обладающих меньшими контрольными функциями, одновременно подчеркивается необходимость поиска баланса интересов различных участников. Однако вызывает удивление, что Банк России все это транслирует лишь на акционерные общества – хотя и важный, но лишь один из форматов аккумуляции средств на финансовом рынке. Складывается впечатление, что регулятор отстает, по меньшей мере,

¹ В «Основных направлениях» дважды упоминается Ричард Талер (*Richard H. Thaler*), удостоенный в 2017 году премии Шведского национального банка по экономическим наукам памяти Альфреда Нобеля (Нобелевская премия по экономике) за исследования в области поведенческой экономики.

на два десятилетия, когда корпоративное управление действительно воспринималось исключительно как проблема взаимоотношений рядовых, миноритарных акционеров и профессионального менеджмента и/или контролирующих собственников. Проблематика корпоративного управления давно вышла за пределы вопросов классических акционерных обществ в условиях рыночной экономики (аутсайдерская модель). В настоящее время на глубоком теоретическом уровне сформулированы модели корпоративного управления в рамках финансовых рынков с преобладанием банковского сектора (варианты инсайдерской модели), активно развиваются модели корпоративного управления по различным типам финансового посредничества (коммерческие банки [1; 4; 14; 15; 18], страховые компании [2; 3], инвестиционные фонды [5; 6; 7; 8; 10]). Более того, в соответствии со ст. 5 ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» [23] саморегулируемые организации должны разработать и представить на согласование в комитет по стандартам при Банке России проекты базовых стандартов по соответствующему виду деятельности, и в том числе **стандарт по корпоративному управлению!**²

Противодействие недобросовестным практикам, профилактика и пресечение правонарушений. Надо признать, что в рамках данного мероприятия Банк России уже реализовал ряд важных положений, которые отражают современные практики корпоративного управления на развитых финансовых рынках. Так, например, уже сейчас расширены требования к деловой репутации членов органов управления и сотрудников финансовых организаций [22]. В период, охватывающий 2019–2021 годы, планируется расширение использования института деловой репутации в регулировании финансовых организаций и публичных компаний, повышение персональной ответственности руководителей финансовых организаций, в том числе за искажение финансовой отчетности публичных компаний. Заявлено, что Банк России намерен осуществить мероприятия по исключению или раскрытию конфликта интересов между участником рынка (его собственниками и менеджерами) и клиентами данного участника (например, инвесторами инвестиционного фонда). Понимая, что не все недобросовестные практики могут быть жестко администрированы, регулятор обозначает целесообразность активного диалога с участниками финансового рынка по вопросам определения добросовестного поведения в целях разработки соответствующего кодекса.

Защита прав потребителей и инвесторов. Специфика финансового рынка, характеризующегося базовыми соотношениями таких характеристик, как доходность, риск и ликвидность, определяет и специфику подходов к защите прав инвесторов. Общепринятым в настоящее время считается построение дифференцированной **защиты инвесторов в зависимости от их категории** – способности оценивать и принимать на себя повышенные риски в расчете на повышенную доходность. Общим является подход, при котором рядовые (наименее квалифицированные, неискушенные) инвесторы ограничиваются национальным регулятором в доступе к финансовым продуктам и услугам с повышенным уровнем риска. По этому пути идет и российская практика, реализуемая Банком России. Введение в 2008 году категорий «квалифицированный» и «неквалифицированный» инвестор [17] в настоящее время получает свое дальнейшее развитие. Так, в 2017 году

² По состоянию на 20 августа 2018 г. на сайте Банка России (www.cbr.ru) в Реестре базовых стандартов был опубликован единственный стандарт по корпоративному управлению – «Базовый стандарт по корпоративному управлению кредитного потребительского кооператива». Тем не менее, насколько известно автору, проекты соответствующих стандартов направлены на согласование саморегулируемыми организациями участников финансового рынка. (См., например, Базовый стандарт корпоративного управления для финансовых организаций, являющихся брокерами, дилерами, управляющими, депозитариями, регистраторами. – URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=14175>.)

Банк России по итогам обсуждения с участниками рынка разработал Концепцию совершенствования системы защиты интересов инвесторов на финансовом рынке путем регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля [19]. В соответствии с данной Концепцией появляется такая новая категория, как «профессиональный инвестор», а в числе неквалифицированных инвесторов выделяется группа особо защищаемых инвесторов. При этом дифференциация инвесторов по-прежнему осуществляется в зависимости от различных комбинаций их знаний, опыта и финансового положения. Данное направление защиты интересов инвесторов является общепринятым и признается всеми заинтересованными лицами, включая и саму индустрию финансовых посредников. Последняя, впрочем, отмечает избыточную жесткость требований, предъявляемых к квалифицированным инвесторам³.

Защите прав инвесторов и повышению уровня доверия, по мнению Банка России, послужит вступающий в действие с 3 сентября 2018 г. Закон о **финансовом уполномоченном** (омбудсмене). (На его должность назначен Ю. Воронин, ранее руководивший Счетной палатой РФ.) Институт финансового уполномоченного – это также элемент, заимствуемый из передовых практик развитых финансовых рынков. При определенных допущениях можно рассчитывать, что создание подобного механизма разрешения споров между потребителями финансовых услуг, в том числе инвесторами и финансовыми организациями, не только снизит нагрузку на судебную систему Российской Федерации, но, самое главное, повысит квалифицированность рассмотрения споров и снизит издержки их рассмотрения.

Наконец, третье и, на наш взгляд, очень важное направление, которое декларируется Банком России в части защиты потребителей финансовых услуг и инвесторов, – **внедрение поведенческого надзора**. Под данным надзором понимается процедура контроля за поведенческими моделями участников рынка с упором на процесс взаимодействия поставщиков и потребителей финансовых услуг. Хочется надеяться, что в данном направлении Банк России не ограничится формальными механизмами оценки соотношения числа жалоб на конкретную компанию в сравнении со средними значениями по рынку. Давая оптимистичные оценки развитию индустрии финансового рынка, можно рассчитывать на сокращение фактов откровенных злоупотреблений контролирующим положением, асимметрией информации. Однако в таком случае внимание поведенческого контроля неизбежно должно будет смещаться в область выявления недобросовестных практик использования поведенческих особенностей (нерациональности) потребителей финансовых услуг (инвесторов).

В качестве **заключения** к краткому анализу «Основных направлений развития финансового рынка» с точки зрения корпоративного управления можно сформулировать ряд выводов и возможных рекомендаций.

1. В целом Банк России верно оценивает взаимное доверие участников финансового рынка как один из ключевых факторов его дальнейшего развития. К сожалению, корпоративное управление в данном процессе рассматривается лишь фрагментарно – в приложении к функционированию публичных акционерных

³ Индустрия профессиональных участников финансового рынка справедливо усматривает при таком подходе сокращение возможностей привлечения средств инвесторов на определенные сегменты финансового рынка и/или предложение определенных классов финансовых активов. Так, Национальная ассоциация участников финансового рынка (НАУФОР) оценивает, что предложенные Банком России квалификационные критерии позволяют получить статус «квалифицированно-го», или «профессионального», инвестора не более 2,7 % населения России [16].

обществ и проблемам защиты и учета интересов миноритарных акционеров в их взаимодействии с менеджментом и контролирующими собственниками компаний.

2. На наш взгляд, вопросы корпоративного управления следует рассматривать в более широком контексте – как учет интересов широкого круга инвесторов и потребителей финансовых услуг, финансовые ресурсы которых аккумулируются и передаются в то или иное управление профессиональным участникам финансового рынка (коммерческим банкам, страховым компаниям, инвестиционным фондам, кредитным кооперативам и т. д.).

3. Банк России справедливо переносит часть регулятивного контроля за деятельностью финансовых организаций по соблюдению интересов инвесторов на саморегулируемые организации участников рынка. Это обеспечивает учет специфических особенностей функционирования различных типов финансовых посредников посредством базовых отраслевых стандартов, позволяет рассчитывать на большую гибкость и содержательность регулирования. В определенной мере можно говорить о формировании отраслевых моделей корпоративного управления и регулирования.

4. Вместе с тем нельзя забывать и о системных противоречиях в интересах индустрии финансового рынка (в лице собственников и менеджмента финансовых организаций) и потребителей финансовых услуг [12]. К сожалению, как показывают разрабатываемые и даже утвержденные стандарты деятельности финансовых организаций, в них преобладает свойственный классическим корпорациям упор на защиту интересов собственников, поддержание устойчивости компаний, соблюдение процедур и развитие системы риск-менеджмента. Интересы клиентов финансовых организаций в таком случае выносятся на периферию, рассматриваются подчас декларативно или в контексте того же риск-менеджмента.

5. Особую роль учет интересов потребителей финансовых услуг приобретает в сегменте коллективных инвестиций, и в первую очередь инвестиционных фондов. Для сравнения: в других формах финансового посредничества (депозитного или контрактно-сберегательного типа) интересы потребителей финансовых услуг (вкладчиков, клиентов страховых компаний) достаточно хорошо формализованы и во многих случаях имеют надежную защиту. Напротив, специфика инвестиционного посредничества атрибутивно характеризуется большей неопределенностью как заявляемого, так и демонстрируемого результата для инвесторов.

6. Реализуемый Банком России подход к защите интересов инвесторов фондов путем ограничения доступа неквалифицированных инвесторов в фонды, ориентированные на высокорисковые, низколиквидные сегменты финансового рынка, можно считать абсолютно правильным. Более того, именно данная дифференциация позволяет разработать эффективные модели корпоративного управления с учетом состава инвесторов и целевого рынка. Можно с уверенностью утверждать, что модель учета и согласования интересов квалифицированных инвесторов в соответствующих фондах естественным образом должна включать в себя элементы (механизмы) контроля деятельности профессиональных управляющих самими инвесторами. По этому пути идет и современная зарубежная практика [6].

7. Определенные сложности вызывает формирование модели учета интересов неквалифицированных инвесторов. Отсутствие необходимых компетенций и опыта работы на финансовых рынках не позволяет рассчитывать на осознанную оценку данными инвесторами результатов, демонстрируемых управляющими компаниями. Более того, именно эта категория инвесторов в наибольшей степени подвержена поведенческому иррационализму, что может приводить к недобросовестным практикам со стороны менеджмента фонда и различным формам скрытого оппортунизма [11]. Например, для фондов, предназначенных для неквалифицированных инвесторов, формирование инвестиционного портфеля допустимо

лишь на высоколиквидных рынках, с высокой степенью информационной эффективности. Многочисленные исследования неопровержимо доказывают, что на подобных рынках наибольшую доходность в долгосрочном периоде обеспечивает исключительно пассивный стиль управления с максимально широкой диверсификацией. Примером подобного управления являются индексные фонды и биржевые фонды (*ETF – Exchange Traded Funds*). Уровень вознаграждения управляющих подобных фондов многократно меньше, чем в фондах, управляющие которых практикуют т. н. «активный» стиль управления. Естественно, что данная ситуация формирует классический агентский конфликт между индустрией профессиональных управляющих и неквалифицированными инвесторами. Низкая информированность подобных инвесторов о невозможности получения на эффективных рынках сверхрыночной доходности, преувеличение значения декларируемой доходности прошлых периодов и преуменьшение значения фактических расходов – всё это и создает условия для системного конфликта интересов индустрии управляющих фондами и неквалифицированных инвесторов [10; 11].

8. Классическая модель корпоративного управления в управляющих компаниях ориентирована на интересы собственников компаний и не позволяет успешно преодолевать указанный выше конфликт интересов. В связи с этим представляется целесообразным сознательное внедрение (в том числе со стороны регулятора) требований об обязательном раскрытии структуры расходов инвестиционных фондов, информирование даже неквалифицированных инвесторов о значении уровня данных расходов, осуществляемых за их счет. Все это позволяет рассчитывать на смягчение конфликта интересов и смещение практики управления фондами для неквалифицированных инвесторов в сторону широко диверсифицированного, низкокзатратного управления.

Литература

1. Васильев Е. С. Особенности корпоративного управления в банковском секторе России // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2011. – Вып. № 3-2.
2. Глухова Т. С. Развитие методов корпоративного управления в страховых компаниях России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Глухова Татьяна Сергеевна ; [Место защиты: Гос. ун-т упр.]. – М., 2009. – 201 с. : ил. РГБ ОД, 61 09-8/3809. – URL: https://docplayer.ru/28257201-Gluhova-tatyana-sergeevna-razvitie-metodov-korporativnogo-upravleniya-v-strahovyh-kompaniyah-rossii.html#show_full_text
3. Глухова Т. С. Соблюдение кодекса корпоративного управления в Российских страховых компаниях // Управление в страховой компании. – 2009. – № 1.
4. Костюк А. Н. Корпоративное управление в банке : монография. – Сумы : ГБУЗ УАБД НБУ, 2008. – 332 с. – URL: http://uabs.edu.ua/images/stories/docs/K_ME/Kostiuk_A_2.pdf
5. Мецгер А. А., Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. – 2014. – № 3 (6). – С. 10–19.
6. Мецгер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 2 (2). – С. 36–45.
7. Мецгер А. А. Механизм формирования вознаграждений управляющих инвестиционными фондами как элемент корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 3 (18). – С. 25–37.
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., Первушина А. В. Корпоративное управление : учеб. пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. – Екатеринбург : Гуманитарный университет, 2011.

10. Мецгер А. А. Стратегии управления активами инвестиционных фондов с точки зрения теории трансакционных издержек и корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 4 (19). – С. 6–15.
11. Мецгер А. А. Типизация форм оппортунизма управляющих компаний инвестиционных фондов // Вестник Гуманитарного университета. – 2018. – № 1 (20). – С. 15–21.
12. Мецгер А. А. Характер агентской проблемы при инвестировании средств рядовых неквалифицированных инвесторов // Вестник Гуманитарного университета. – 2018. – № 2 (21). – С. 6–19.
13. Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2019–2021 годов. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41540/onfr_2019-21%28project%29.pdf
14. Останин М. Н. Корпоративное управление в российских коммерческих банках // Финансовый менеджмент. – 2007. – № 3.
15. Письмо Банка России от 13 сентября 2005 г. № 119-Т «О современных подходах к организации корпоративного управления в кредитных организациях». – URL: http://nrc.ru/media/files/Zakon-vo/Norm_Akty_BR-2/2005/cb2cfedb4c7e7111aaa6a1f1ce057851.pdf
16. Письмо с комментариями к докладу ЦБ «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля» (15 августа 2016, № 674). – URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=12740>
17. Приказ ФСФР России от 18.03.2008 № 08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами».
18. Самойлович В. А. Принципы корпоративного управления и практика их применения в российских кредитных организациях // Проблемы современной науки и образования. – 2017. – № 4 (86). – С. 47–53.
19. Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля. – URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets/files/170209.pdf>
20. Столбов М., Голощапова И., Солнцев О. и др. Сопоставление модели российского финансового сектора с моделями финансовых секторов других стран // Серия докладов об экономических исследованиях. – М. : Банк России, 2017. – № 23 (август).
21. Столбов М. И., Голощапова И. О., Солнцев О. Г., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Цепилова Е. А. Определение модели российского финансового сектора на основе межстранового анализа // Вопросы экономики. – 2018. – № 5. – С. 1–20.
22. Федеральный закон от 29.07.2017 № 281-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования обязательных требований к учредителям (участникам), органам управления и должностным лицам финансовых организаций».
23. Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ (ред. от 28.12.2017) «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка».

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

Issues of Corporate Management in the Main Directions of Development of the Financial Market of the Russian Federation for the Period 2019–2021

The main directions of development of the financial market of the Russian Federation, developed by the Bank of Russia for the period 2019–2021, are considered from the point of view of corporate governance issues. The development of corporate governance is assessed as one of the elements of building mutual trust of market participants. There is a hypothesis about the expediency of consideration of corporate governance not only within the framework of classical joint-stock companies, but also for other forms of accumulation of funds of market participants (commercial banks, insurance companies, investment funds). The special importance of effective corporate governance models development for the investment industry is noted.

Key words: financial market; corporate governance; corporate governance model; financial intermediaries; commercial banks; insurance companies; investment funds; management companies; investors; qualified investors; unqualified investors; agency problem; transaction costs.