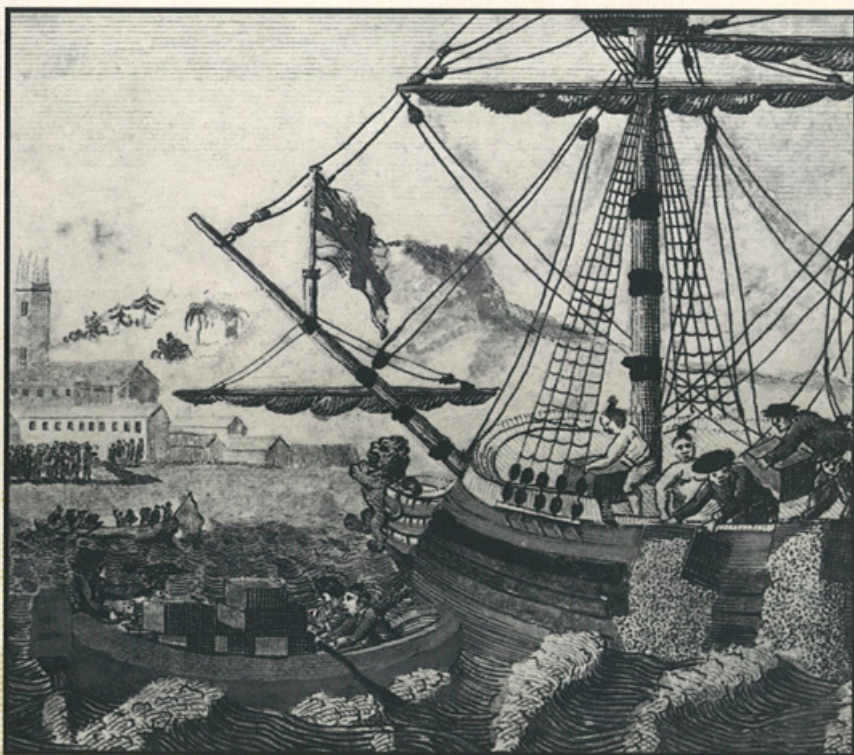


Джон К. Богл

Битва за душу капитализма



ИЗДАТЕЛЬСТВО
ИНСТИТУТА
ГАЙДАРА

БИТВА ЗА ДУШУ
КАПИТАЛИЗМА

John C. Bogle

The Battle for the Soul of Capitalism

Yale University Press

Джон К. Богл

Битва за душу капитализма

*Перевод с английского
Александра Калинина*

Издательство
Института Гайдара
Москва/2011

УДК 330.101.5

ББК 65.011.3

Б73

Богл, Д. К.

Б73 Битва за душу капитализма [Текст] / пер. с англ. А.

Калинина. М.: Изд. Института Гайдара, 2011. – 424 с. – 1000 экз. –

ISBN 978 – 5 – 93255 – 304 – 6

В настоящей книге Джон К. Богл (род. 1929), легендарный инвестор и основатель второго по величине в мире индексного паевого фонда Vanguard, предлагает историю трансформации американского капитализма последних десятилетий. Он показывает, каким образом изменение структуры управления корпорациями обернулось тем, что их руководство перестало заботиться об интересах собственников и начало преследовать исключительно свои собственные интересы. Не ограничиваясь простой критикой действий исполнительных директоров, финансовых посредников, юристов, Богл намечает направления важных реформ, способных привести к возрождению корпоративной ответственности.

ISBN 978 – 5 – 93255 – © © Издательство Института Гайдара, 2011
304 – 6 © 2005 by John C. Bogle

Посвящается моим двенадцати внукам и внучкам Питеру, Дэвиду, Ребекке, Саре, Кристине, Эшли, Эндрю, Молли, Кристоферу, Джону, Алексу и Блэр, а также всем прочим прекрасным молодым гражданам их поколения.

Мое поколение оставляет детям и внукам Америку, в которой многое надо исправить. У них есть целая жизнь на исправление того, что вышло из строя. Высоко несите ваш идеализм и ваши идеалы. Всегда помните, что даже один человек способен изменить мир. И не забывайте о том, что вам предстоит «начать обновление мира».

Содержание

Предисловие	9
Благодарности	13
Введение. Капитализм и американское общество .	20
Часть I. Корпоративная Америка	37
Глава 1. Что пошло не так в корпоративной Америке?	40
Глава 2. Почему корпоративная Америка пошла не тем путем?	89
Глава 3. Как вернуть корпоративную Америку ее собственникам:	122
Часть II. Инвестирующая Америка	165
Глава 4. Что пошло не так в инвестирующей Америке?	167
Глава 5. Почему инвестирующая Америка пошла по неверному пути?	205
Глава 6. Как навести порядок в инвестирующей Америке?	255
Часть III. Америка как паевой инвестиционный фонд	296
Глава 7. Что пошло не так в Америке, организованной как инвестиционный фонд? ...	299
Глава 8. Почему Америка инвестиционных фондов пошла неверным путем?	352
Глава 9. Как навести порядок в инвестиционном фонде Америка:	394
Глава 10. Американский капитализм в XXI веке:	443

И если труба будет издавать
неопределенный звук, кто станет
готовиться к сражению?
*Первое послание св. Апостола Павла к
коринфянам, 13:8*

Но главное: будь верен сам себе; Тогда,
как вслед за днем бывает ночь, Ты не
изменишь и другим.
*Уильям Шекспир, «Гамлет» (перевод М.
Лозинского)*

...Не бывает пророк без чести, разве
только в отчестве своем и в доме своем.
Матфей, 13:57

Мы не боимся идти за истиной, куда бы
она ни вела, и терпеть заблуждения до
тех пор, пока сохраняем свободу мысли
для борьбы с ними.
Томас Джефферсон

Порой люди называют меня идеалистом.
Да, но для меня это способ знать, что я
американец. Америка – единственная
идеалистическая страна в мире.
Вудро Вильсон

Предисловие

Возможно, некоторые люди, особенно работающие в сфере финансовых услуг, скажут, что Джек Богл – просто сварливый малый. Возможно, но теперь мы знаем, что нам следовало прислушиваться к его настойчивым предупреждениям о проблемах финансовой системы, которых вполне можно было избежать, как могли избежать и убытков на фондовом рынке, и корпоративных скандалов, свидетелями которых мы стали в последние годы. Теперь мы знаем, что многие предупреждения Богла были верны, хотя в других пророчествах он ошибался.

Применение определения «сварливый» может быть попросту неудачной попыткой некоторых заинтересованных лиц дезавуировать слова человека, который на протяжении долгих лет много сделал для повышения стандартов поведения в бизнесе. Действительно, если Богл и сварлив, то его проповедь не исчерпывается сварливостью. Он говорит и мыслит откровенно. Он строг ко всем нам: к корпоративным управляющим, членам советов директоров и в конечном счете к собственникам акций. Но Богл старается быть справедливым.

Богл озабочен, и он заботится о будущем. Он встревожен потому, что знает: дефицит нашего текущего баланса достиг неслыханных уровней и теперь составляет ошеломляющие 700 миллиардов долларов в год. Богл знает, что США не хватает сбережений, которые теперь страна черпает из внешних источников на безрассудном и дисфункциональном уровне. Богл знает, что доверие иностранных и, разумеется, американских инвесторов к надежности рынков капитала США имеет решающее значение для здоровья американской экономики. Богл знает, что для

восстановления этой надежности необходимы фундаментальные реформы американских корпораций и американских финансовых институтов.

Для того чтобы убедиться во всем этом, мне не нужно было читать эту книгу. Я очень хорошо знаю Джека Богла как члена Комиссии конференции советов директоров по общественному доверию и частному предпринимательству, в которую входят десять уважаемых американцев¹ и одним из председателей которой я являюсь (второй председатель — Джон Сноу). Богл был юристом фирмы, непосредственно сталкивавшимся с действительно трудными проблемами — такими, как списание опционов по акциям, необходимость независимого председателя (как он пишет в этой книге, компании нуждаются и в «боссах бизнеса», и в «боссах совета»), вознаграждение управляющих, рассчитанное на основании долгосрочной эффективности управления, по — настоящему независимые аудиторские комитеты и комитеты по вознаграждениям. Такие комитеты должны иметь волю и полномочия не только привлекать (и увольнять) внешних советников, но и убеждаться в том, что у этих советников нет конфликта интересов вследствие оказания услуг (например, консалтинговых) фирмами, в советах

¹ Перечислю других выдающихся членов этой комиссии: Джон Т. Биггс из TIAA-CREF, бывший руководитель Главного контрольно-финансового управления США Чарльз А. Боушер, бывший председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам Артур Левитт-младший, Питер М. Гилберт из Пенсионной системы штата Пенсильвания, Эндрю Гроув из компании Intel, генеральный директор компании Johnson & Johnson Ральф С. Ларсен, профессор Гарвардского университета Линн Шарп Пейн, бывший сенатор Уоррен Б. Рудмен и почтенный Пол А. Волкер.

директоров которых не заседает клиент, входящий, однако, в правление фирм. И так далее, и так далее.

У Джека отличный стиль (мне хотелось бы писать так же!). Он — редкая фигура, по меньшей мере в нашей отрасли. Он очень эрудирован. Кто другой смог бы так непринужденно и так уместно приводить цитаты из Демофена, Эдуарда Гиббона, Александра Гамильтона, Томаса Джефферсона и Оскара Уайльда?

Его проза запоминается. Джек — мастер красочных заголовков, которые помогают читателю понять и запомнить важные наблюдения или реформы, к которым призывает Богл.

- Подчеркивая, что в Америке слишком мало долго срочных инвесторов, он напоминает нам, что инвестирование превратилось из отрасли, в которой господствовали собственники акций, в отрасль, где господствуют держатели заемных акций.
- Чтобы предельно четко описать неправильность пути, по которому пошла Америка, Богл описывает, как Америка скатывалась от «капитализма собственников» к «капитализму менеджеров».
- Подчеркивая мысль о том, что многие советники и консультанты стали слишком подчинены управляющим, которые нанимают их и выплачивают им гонорары за «смежные» услуги, Богл цитирует Декарта: «Человек не способен понять любой довод, мешающий ему получать доходы».
- Предлагая подумать о возможности того, что непорядочное поведение на рынке дает больше метастазов, чем мы готовы признать, Богл ставит провокационный вопрос: «Плохие яблоки или плохая бочка для их хранения?»

- Критикуя состояние дел в инвестиционных фондах, он говорит, что эти фонды переключились с «разумного управления инвестициями акционеров на торговлю запасами активов».

Богл четко ставит проблемы. Он предлагает четкие реформы. Любой человек, интересующийся способами восстановления остро необходимой добросовестности и эффективности американских рынков капитала, должен прочитать эту книгу.

Питер Дж. Питерсон

Благодарности

Неслучайно, что эта книга начинается эпиграфом, в котором есть слово битва, с которого начинается заглавие книги. Это слово сообщает читателям о том, что призыв моей трубы совершенно определенный. В наш суматошный век моя книга несет вполне определенное мнение: капитализм движется в неправильном направлении. Нам надо изменить этот курс таким образом, чтобы система снова начала работать в интересах собственников акций, а не в интересах управляющих. Если эта ясная мысль заставит читателей, в том числе тех, кто потрясает Америку и двигает ее, увидеть положение дел по-новому, цель, которую я ставил при написании этой книги, будет достигнута.

Рассматриваемые мной вопросы выходят далеко за рамки возвращения капитализма его собственникам. Получив права и власть, сами собственники должны иметь мотивацию к осуществлению своих прав и неизменно соблюдать обязанности хороших корпоративных граждан. Это — не мелкая задача, поскольку в океане изменений мы почти не замечаем того, что из общества, в котором собственность на акции принадлежала частным инвесторам, Америка превратилась в общество, которое состоит в основном из инвестиционных посредников, косвенно владеющих активами от имени представляемых ими собственников.

Таким образом, сегодня американское общество уже не является обществом собственников. Оно превратилось в общество посредников, и обратного пути нет. В идеале, если все мы достаточно долго и напряженно потрудимся над решением задачи, американское

общество станет фидуциарным обществом, в котором американские граждане – инвесторы будут, по крайней мере, получать от корпораций, инвестиционных рынков и инвестиционных фондов свою справедливую, заслуженную долю. Становой хребет американской финансовой системы составляют государственные, частные и личные пенсионные сбережения, но сколь бы щедрую прибыль ни обеспечивали наши финансовые рынки, посредники поглощают слишком большую их долю, оставляя рядовым инвесторам, которые принесли весь этот капитал и принимают на себя все риски его инвестирования, слишком мало.

Учитывая спорную природу этих вопросов, экономическое могущество олигархов и настоятельную необходимость взглянуть в лицо изменениям мира капитализма, приходится удивляться тому, что в обществе идет так мало дискуссий по большинству проблем, рассматриваемых в этой книге (примечательные исключения из этого правила составляют вопросы ответственности директоров корпораций, закон Сарбейнза – Оксли и широко обсуждаемая реформа системы социального обеспечения).

Но в инвестиционном сообществе я не встречал никакой защиты неадекватных прибылей, получаемых инвестиционными фондами, или архаичной и причудливой структуры инвестиционной отрасли, никаких предпринимаемых институтами попыток объяснить, почему права собственности, казалось бы, заложенные в обладании акциями, по большей части остаются неосуществленными. Не встречаю я и серьезной критики фактически незамеченного перехода от некогда традиционных и всеобъемлющих инвестиционных стратегий, основанных на мудром долгосрочном инвестировании, к стратегиям, которые все более

полагаются на глупое краткосрочное инвестирование. Если моя книга поможет началу анализа и диагностики, которые уже давно должны были провести лидеры американских корпораций и финансовых компаний, остро необходимые перемены, возможно, пойдут быстрее.

Полученные мной многочисленные добрые и великодушные отзывы на эту книгу дают мне надежду на то, что изменения вот – вот начнутся. Меня действительно обнадеживают (должен признаться, что даже несколько ошеломляют) позитивные оценки столь многих мыслящих и уважаемых граждан, занимающихся самыми разными видами деятельности и придерживающихся самых разных взглядов:

- в политике это демократы Марио Куомо и Элиот Спитцер и республиканцы Питер Фитцджеральд и Пит Питерсон;
- в инвестиционном бизнесе это экономист Генри Кауфман, пионер теории инвестиций Джек Трейнор, финансовый консультант и невролог Билл Бернштейн, специалист по стратегии инвестирования в акции Стив Гэлбрейт и управляющий хедж – фондом Клифф Аснесс;
- в деловом сообществе это Билл Джордж из компании Medtronic, Рей Кэрри из компании ADT и Девин Вениг из Reuters;
- в Комиссии по ценным бумагам и биржам это ее бывший председатель Артур Левит и ее бывший главный бухгалтер Линн Тернер;
- в научном сообществе это Бертон Малкиел из Прин – стона, Джеффри Сонненфелд из Йеля и Лусиан Беб – чук из Гарварда;
- в общественной жизни это Уолтер Айзексон из Аспеновского института, легендарный поверенный корпораций Аира Миллстейн и пионер корпоративного управления Роберт Монкс.

Такое разделение само по себе устанавливает несправедливые границы. Например, в списке лиц, давших положительные отзывы на мою книгу, – 14 успешных авторов: Бебчук, Бернштейн, Кэрри, Куомо, Джордж, Айзексон, Левит, Малкиел, Миллстейн, Монкс, Питерсон, Сонненфелд и Трейнор.

Хотя я колеблюсь в выборе первого среди равных в этом перечне людей, лестно отозвавшихся на мою книгу, я приношу особую благодарность трем из них:

- моему замечательному другу Питеру Дж. Питерсону, с которым я в 2002 – 2003 гг. работал в Комиссии конференции советов директоров по общественному доверию и частному предпринимательству, за его бесконечно благожелательное предисловие;
- моему новому другу Питеру Фитцджеральду, бывшему сенатору от штата Иллинойс, за его полезные предложения относительно общей концепции и конкретного содержания книги;
- моему давнему другу и коллеге Бертону Малкиелу за то, что он внимательно прочел книгу и сделал колкие замечания. И то и другое помогло мне сбалансировать выдвигаемые доводы и побудило охватить несколько сфер, которыми я поначалу пренебрег. Я знаю Бертона с 1977 г., когда он вошел в состав совета директоров компании Vanguard, в котором он отлично работает и поныне. Бертон – воплощение интеллекта, опыта, объективности, независимости и даже страсти. Будь эти черты широко распространены среди директоров инвестиционных фондов, эти фонды стали бы намного лучшим местом для инвестиций наших граждан.

Я также хочу выразить мою глубочайшую признательность за тяжелый труд, преданность делу, лояльность, терпение и дружбу двум другим членам команды, работающим со мной в Vanguard's Bogle Financial Markets Research Center. Это Эмили Снайдер, в течение 15 лет бывшая моей надежной помощницей, — неутомимый организатор, наборщик и распространитель многих черновиков этого текста. Она вносила бесчисленные редакционные и авторские поправки вплоть до момента, когда книга ушла в печать, выполняя эту работу в дополнение к своим обычным обязанностям. А она обеспечивает условия для работы офиса нашего Центра, своевременно составляет его бюджеты и контролирует их исполнение, отвечает на ежедневный вал телефонных звонков, корреспонденции и писем, которые продолжают поступать мне даже на этой стадии моей долгой карьеры.

Кевин Лафлин, который работает со мной уже шесть лет (из 13 человек, работавших со мной в качестве помощников президента на протяжении 40 лет, у него один из самых длительных сроков работы), неутомимо снабжал меня статистическими данными, результатами исследований и цитатами, необходимыми для книги этого рода. Мы вместе прошли по всему тексту и бессчетное число раз перегруппировывали материал, и его навыки работы на компьютере были гигантским активом в этой работе. Я просто представить не могу, как бы написал эту книгу, если б рядом со мной не было Кевина.

Конечно, книги бы не было, если б операция на сердце, которую я перенес 21 февраля 1996 г., не предоставила мне второго шанса в жизни. Поэтому я остаюсь в вечном долгу перед тремя блистательными врачами, которые обследовали

меня. Я говорю о Бернарде Лоуне из Гарвардской школы здравоохранения, который обеспечил мне заботу и уход и помогал мне вести битву с болезнью сердца с момента нашей первой встречи в 1967 г.; о хирурге Рохатоне Моррисе, чьи сильные, деликатные и опытные руки ввели трансплантат, о человеке, который сказал первые услышанные мною после операции слова: «Поздравляю. У вас новое сердце. Молодое и сильное»; и о Сюзен Брозена, с тех времен остающейся моим кардиологом, замечательном человеке, компетентном профессионале и истинном ангеле, руководившем моим чудесным выздоровлением.

И, наконец, я хочу поблагодарить издательство Йельского университета за публикацию этой книги и редактора Майкла О'Молли за его конструктивные предложения, преданность делу и общий вклад в успех. Когда в январе 2004 г. Майкл написал мне о том, что Yale University Press может заинтересоваться публикацией моей следующей книги, ни он, ни я не предполагали, что спустя полтора года «Битва за душу капитализма» станет свершившимся фактом.

Следует совершенно ясно сказать, что жесткие мнения, выраженные мной в этой книге, необязательно отражают мнения нынешнего руководства Vanguard Group, организации, которую я основал более 30 лет назад и которой руководил более 20 лет. Мысли и их изложение – всецело мои, как моими являются и любые несовершенства и недостатки текста.

Впрочем, судить о книге предстоит читателям. Я с глубочайшим смирением и испытывая глубочайшую признательность вношу свой скромный вклад в дебаты о политике, которые, как я надеюсь и рассчитываю, последуют. Бизнес и

этические стандарты корпоративной Америки, инвестирующей Америки, Америки паевых инвестиционных фондов серьезно скомпрометированы. Пришло время обозначить новый курс, который довольно парадоксальным образом приведет нас к началу пути, к традиционным ценностям капитализма — доверию к другим и к самим себе.

Введение . Капитализм и американское общество

К концу двадцатого столетия христианской эры владычество Соединенных Штатов обнимало лучшую часть земного шара и самую цивилизованную часть человеческого рода. Границы этой обширной страны охранялись двумя океанами, а ее ценности и идеалы вызвали одновременно уважение, зависть и недоброжелательство большей части человечества. Мягкое, но вместе с тем могущественное влияние законов, прав собственности, обычаев и деловых и финансовых институтов усиливало ее могущество. Мирлюбивое население наслаждалось и злоупотребляло удобствами богатства и роскоши. Внешние формы свободных учреждений постепенно укреплялись союзом штатов и охранялись с приличной почтительностью².

Как поймут некоторые читатели, этот абзац, вкратце описывающий состояние США на день начала XXI в., 1 января 2001 г., – просто парафраз знаменитого первого абзаца опубликованного в 1838 г. эпического труда Эдварда Гиббона «История упадка и крушения Римской империи». И все же Гиббон продолжает так: «Римская империя

² Первоначальная редакция этого текста такова: «Во втором столетии христианской эры владычество Рима обнимало лучшую часть земного шара и самую цивилизованную часть человеческого рода. Границы этой обширной монархии охранялись старинной славой и дисциплинированной храбростью. Мягкое, но вместе с тем могущественное влияние законов и обычаев постепенно скрепило связь между провинциями. Их мирлюбивое население наслаждалось и злоупотребляло удобствами богатства и роскоши. Внешние формы свободных учреждений охранялись с приличной почтительностью».

придет в упадок и падет, а главные причины такого переворота, который останется памятным навсегда, до сих пор отзываются на всех народах земного шара»³. К концу повествования Римской империи уже не будет. Падет Константинополь, урожайные провинции будут захвачены вандалами. Римская империя лишится Британии. Галлия будет завоевана, а жесткие готы завоюют сам Рим. В 410 г. н.э. столица Западной Римской империи достанется распушенным ордам германцев и скифов.

Когда пала Римская империя? По – видимому, один из ответов на этот вопрос заключается в ненасытном требовании римскими гражданами материальных благ («хлеба») и в потворстве этому требованию римского общества, обеспечивавшего своих граждан «зрелищами»; в том, что римляне приняли деньги в качестве мерила своего достоинства, своих желаний и ценности своего имущества; в потребности римлян в почестях и признании, несмотря на то, что их представления о свободе и величии приходили в упадок. Как предположил св. Августин, к падению Римской империи привели себялюбие римлян и их потворство собственным желаниям. Вывод Гиббона получил выражение в глубочайшем предупреждении: «Человек! Не доверяй существующему миру».

Труд Гиббона напоминает нам о том, что ни одна страна не может считать свое величие само собой разумеющимся, не требующим доказательств. Исключений из этого правила нет. Поэтому меня беспокоят угрозы, с которыми сталкивается Америка, – не только внешние угрозы величию Америки в этом, нынешнем, мире, но и внутренние угрозы, с которыми американцы сталкиваются в

³ Гиббон Э. История упадка и крушения Римской империи. М.: ОЛМА-ПРЕСС, 2001. С. 10.

собственной стране. Эта книга — моя попытка разобраться с одной из самых серьезных угроз — с очевидной порчей поведения и ценностей лидеров американского бизнеса, инвестиционных банкиров и финансовых управляющих за последние два десятилетия.

Мое мнение — мнение американского бизнесмена, всю жизнь бывшего республиканцем и всю свою более чем полувековую карьеру занимавшегося финансами. В 1949 — 1951 гг. я написал идеалистическую научную работу о паевых инвестиционных фондах, затем почти четверть века работал в одном из первых таких фондов, Wellington Management Company, который в конце концов и возглавил. Потом, в 1974 г., я основал Vanguard Group of Investment Companies, генеральным директором которой и работал до начала 1996 г. А затем я занимался исследованиями, написанием статей и книг и чтением лекций об инвестировании. К добру или к худу, мой юношеский идеализм — вера в то, что любое действительно здоровое предприятие должно строиться на прочной моральной основе, — сохранился и поныне и остается столь же сильным, каким он был много лет назад.

К концу XX в. ценности американского бизнеса подверглись поразительной порче. Да, американцы как нация заряжены колоссальной энергией, замечательным духом предпринимательства. Они обладают великолепными технологиями, творческим потенциалом, превосходящим все, что можно вообразить, и в некоторых уголках делового мира — идеализмом, побуждающим совершенствовать страну и мир. Но критическим взором я вижу и чрезмерную алчность, эгоизм, материализм и чрезмерные, ничем не оправданные траты. Я вижу экономику, явно

сконцентрированную на служении «имущим» и пренебрегающую «неимущими», экономику, не способную направлять ресурсы страны туда, где в них более всего нуждаются, на решение проблем, на предоставление всем гражданам качественного образования. Я вижу шокирующее дурное отношение к природным ресурсам мира. Складывается впечатление, что мы имеем право расточать их, а не священную обязанность сохранять их для будущих поколений. А еще я вижу политическую систему, которая коррумпирована закачкой таких огромных денег, какие, скажу прямо, редко дают бескорыстные граждане, которые не рассчитывают извлечь прибыль из своих инвестиций.

Хлеб и зрелища Америки

В начале нового тысячелетия у Америки есть собственный хлеб и собственные зрелища. То, что они отличаются от хлеба и зрелищ Древнего Рима, вряд ли удивительно. Но они существуют. Большая часть нашего, так сказать, хлеба уходит не на умиротворение масс. Большая часть нашего хлеба достается весьма ограниченной элите, в том числе в виде баснословных вознаграждений, выплачиваемых старшим управляющим корпораций, выдающимся спортсменам и деятелям шоу – бизнеса (о, тени Римской империи!). Наш хлеб еще сильнее заквашен на невообразимом богатстве, порожденном образовавшимся в 1998 – 2000 гг. спекулятивным пузырем на фондовом рынке, который обогатил высших должностных лиц корпораций, агрессивных предпринимателей, рискованных инвесторов, инвестиционных банкиров, финансистов и людей, управляющих чужими деньгами. Впрочем, в ходе последовавшего краха, приведшего к падению рынка на 50%, половина «бумажного» богатства инвесторов, образовавшегося во время

спекулятивного подъема, растаяла как дым. Несмотря на сильный отскок рынка в 2003 – 2004 гг., воплощенное в акциях богатство инвесторов было на 20% меньше максимального значения, достигнутого пятью годами ранее. Инвесторы слишком поздно поняли, что оценки стоимости акций эфемерны без получения денег в будущем. При всей рекламной шумихе, поднятой в период спекулятивного подъема вокруг перспектив, например, «новой экономики», основанной на технологиях, науке и коммуникациях, этот подъем привел к росту доходов, равному всего лишь 8% в год, что было ненамного больше 7% роста «старой экономики», производящей традиционные товары и услуги. «Хлеб», слишком сильно заквашенный на рыночных стоимостях, которые сопровождали этот умеренный рост, сильнее всего сократился в секторе «новой экономики», именно там, где расхожие заблуждения и безумие толпы инвесторов сильнее всего разошлись с реальностью.

Много в Америке и зрелищ. Хотя крупнейшая в США арена, стадион Мичиганского университета, вмещает всего лишь 107 501 зрителя (а это треть зрителей римского Большого цирка), телевидение транслирует американские спортивные состязания и американские развлекательные программы на весь мир, на зрителей, исчисляемых миллиардами. Поскольку игра на фондовых рынках тоже превратилась в развлечение, самым крупным цирком в США стали финансовые рынки. Электронная торговля акциями достигла невероятного развития. Дилеры и трейдеры, занимающиеся внутридневной торговлей, вгонят рынок в спазмы. Оборот фондового рынка достиг максимальных с 1929 г. значений. Телеканалы CNBC, CNN и Bloomberg постоянно сообщают трейдерам, занимающимся оперативной торговлей акциями в соответствии с

изменениями конъюнктуры рынка, сиюминутные мнения гуру Уолл – Стрит о любом слиянии, любом отчете о доходах, любом движении фондового рынка вверх или вниз. А доходы почти всегда описывают в категориях их близости к разрекламированным «рекомендациям» руководства компаний. Всякое отклонение от ожиданий, позитивное или негативное, может необъяснимым образом выливаться в миллиарды долларов рыночной капитализации крупных корпораций. Таким образом, неудивительно, что компании редко публикуют отчеты о прибылях, которые разочаровывают всемогущий рынок.

Если нам следует учить молодых студентов долгосрочному инвестированию и волшебству сложного процента, предлагаемые американскими учебными заведениями курсы соревнований в аккумулировании наиболее выгодных акций по сути дела обучают студентов краткосрочным спекуляциям. А самый большой из всех финансовых цирков, современное воплощение Большого цирка – безвкусное восьмидесятиэтажное здание NASDAQ MarketSite Tower на Таймс – Сквер, на фасаде которого установлен экран, гордо объявленный самым большим видеодисплеем в мире. На нем показывают постоянно меняющиеся цены на акции. Мне кажется, что этот дисплей – визуальное проявление того, что фондовый рынок превратился не просто в цирк, а в казино для спекулянтов. Однако, как предупреждал нас лорд Кейнс, «когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов»⁴.

⁴ Кейнс Дж, М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978. С. 224.

За пределами финансовых рынков

Хотя хлеб и зрелища современных американцев отличаются от хлеба и зрелищ Древнего Рима, нам следует разобраться, не несут ли этот хлеб и эти зрелища зерна нашей гибели. Как напоминал нам Марк Твен, «история не повторяется, она рифмуется». Поэтому нам следует проявить мудрость и признать едва ли натянутую аналогию между Древним Римом и США как предупреждение о том, что нам надо навести порядок в собственном доме. Хотя описанное мной положение касается самой сути американского общества, ориентированного на богатство и вещи, американцы по – прежнему обладают способностью и свободой для решения своих проблем и строительства более совершенного мира. Все, что нам для этого необходимо, – мудрое признание стоящих перед нами проблем и сила воли для преодоления этих проблем. Задача не из легких. Но, как писал мне несколько лет назад мой замечательный кардиолог д – р Бернارد Лаун, «достойное человека общество – все еще отдаленная цель, но приближение к ней зависит от всех нас»⁵. Поэтому я предоставляю читателям право не только решать, не преувеличил ли я проблемы Америки, но и обязанность задуматься над тем, а есть ли у нас воля, необходимая для решения этих проблем.

За пределами, а теперь и внутри страны Соединенным Штатам угрожает терроризм, с которым приходится вести войну. Радикальные элементы исламского мира, действующие в мире, в котором ныне практически нет границ или эффективной защиты, ежедневно угрожают жизни американцев.

⁵ Письмо д-ра Бернарда Лауна автору этой книги, без даты.

Хотя масштабные удары, подобные тем, которые в 2001 г. превратили башни Всемирного торгового центра в руины, с тех пор не повторялись, никто не отрицает возможности и даже вероятности того, что мы еще не видели заключительного, сокрушительного удара по США. Независимо от того, согласен ли читатель с политикой и действиями США после 11 сентября 2001 г., взятая на себя Соединенными Штатами роль мирового жандарма и войны, начатые в Афганистане и Ираке, очевидным образом воспламенили ненависть большинства исламского мира к ценностям и мощи США и поглотили пугающе огромный объем американских ресурсов (300 млрд долл. в 2005 г.), которые лучше было бы тратить на удовлетворение потребностей самих США или даже не потратить ради порядочной налоговой политики. История вполне определенно свидетельствует: экономическая мощь является в конечном счете бастионом политической и военной мощи, национального господства. И все это строится на фундаменте капитализма.

Войдем в капитализм

В мои задачи не входит рассмотрение огромных проблем, с которыми ныне сталкивается Америка дома и за рубежом. Но пример падения Римской империи должен стать сильным сигналом к пробуждению тех, кто разделяет уважение и восхищение, с которыми я отношусь к жизненно важной роли капитализма в призыве Америки к величию. Благодаря изумительной экономической системе, основанной на частной собственности на средства производства, на ценах, устанавливаемых свободным рынком, и на личной свободе, Америка стала самым процветающим, самым богатым обществом в истории, самым могущественным

государством в мире. Важнее всего то, что США стали высшим образчиком ценностей, которые рано или поздно начинают разделять люди всех стран: неотъемлемых прав на жизнь, свободы и стремления к счастью.

Однако современный капитализм оторвался от своих традиционных корней, и этот отрыв — не количественный, а качественный. За последнее столетие постепенное движение от капитализма собственников, при котором львиная доля приносимых инвестициями вознаграждений достается тем, кто вложил собственные деньги и рисковал собственным капиталом, завершилось утверждением крайней версии капитализма менеджеров, при котором непропорционально большие вознаграждения получают те, кому американские инвесторы доверяют управление предприятиями в интересах их собственников. Капитализм менеджеров — предательство капитализма собственников, системы, которая на протяжении лучшей части последних двух веков, начиная с промышленной революции конца XVIII — начала XIX вв., действовала с поразительной эффективностью, хотя и несовершенно.

По определению Фомы Аквинского, человеческая душа — это «телесная форма, жизненная сила, одухотворяющая, всепроникающая и с момента зачатия придающая человеку индивидуальность, объединяющая все жизненные энергии»⁶. В нашем брэнном мире душа капитализма — это та жизненно важная сила, которая одухотворяет, наполняет собой и формирует нашу экономическую систему, придавая единство ее энергиям. В этом смысле не будет преувеличением,

⁶ Цит. по: Hart D. B. The Soul of a Controversy // Wall Street Journal. 2005. April 1.

если я скажу, что усилие, которое нам необходимо предпринять для возвращения системы к ее истокам, можно описать словами: «Битва за возрождение души капитализма».

Часть I. Корпоративная Америка

После финансовых надувательств горячки на фондовом рынке, после частых скандалов, самыми яркими примерами которых стали должностные преступления в компаниях Enron, WorldCom и Tyco, после напыщенной галиматии, которой кормили инвесторов так называемые аналитики инвестиционных банкиров с Уолл – стрит; после того, как высшим руководителям выплатили поражающие воображение чрезмерные вознаграждения наличными и в форме непристойных скидок на опционы, вознаграждения, выплаченные за счет акционеров, хотя даже не отраженные в отчетности компаний как расходы; после того, как на американском фондовом рынке стали играть на моментальных изменениях цен, а не на долгосрочной внутренней стоимости корпораций, – после всего этого мысль о том, что компаниями руководят ради выплат, которые управляющие получают за счет акционеров, вряд ли может претендовать на новизну. Но в первой части этой книги я сосредотачиваю внимание не только на перекосах в развитии корпоративной Америки, но и на причинах возникновения этих перекосов.

В сущности, большая часть этих перекосов сводится к «агентской проблеме», характерные черты которой таковы:

- Во – первых, это вознаграждения, выплачиваемые управляющими. Благодаря огромным скидкам на опционы на приобретение акций совокупное вознаграждение среднего генерального директора компании выросло:

если в 1980 г. средние вознаграждения директоров превышали среднюю заработную плату рабочего в 42 раза, то в 2004 г. — уже в 280 раз. Это ошеломляющий рост, который не оправдан хотя бы близкими по значениям успехами компаний.

- Во — вторых, появление квартальных рекомендаций руководства относительно размеров дохода компаний, сопровождающихся искажениями финансовой отчетности, которые совершают ради получения рекомендованных результатов и которым способствует небрежное отношение бухгалтеров к традиционным стандартам отчетности. Когда по требованию инвесторов руководство компаний обеспечивает иллюзию управляемых доходов для того, чтобы раздуть цену на акции и обогатить посвященных, «схлопывание» рыночного пузыря становится всего лишь вопросом времени.

Каким образом возникают эти aberrации в корпоративной Америке? Основная ответственность за это ложится на стражей, которым мы доверили защиту инвесторов, — на законодателей, регуляторов, рейтинговые агентства, поверенных, бухгалтеров и аудиторов, но прежде всего на директоров корпораций, которые, по — видимому, не способны признать свою ответственность за управление корпорациями в интересах собственников этих корпораций. Они не предпринимают надлежащих мер по защите акционеров.

Для того чтобы реформировать эту шатающуюся систему, я выдвигаю ряд рекомендаций, направленных на усиление независимости советов директоров и на восстановление подобия корпоративной демократии в системе. Это следует

сделать, сначала предоставив инвесторам возможность использовать принадлежащее им право голоса, а затем и поощрив их к осуществлению этого права. Для того чтобы капитализм смог эффективно служить Америке, инвесторы должны вместе с директорами работать над возвращением капитализма его подлинным собственникам.

Часть II. Инвестирующая Америка

Хотя о недостатках корпоративной Америки написано немало, о неспособности собственников утвердить свои права не написано почти ничего. Поэтому во второй части книги я довольно подробно рассматриваю природу собственности на управление, существующей сегодня в американских корпорациях. Акционеры инвестирующей Америки, среди которых господствуют гигантские финансовые институты, обладают властью, которая внушает благоговейный трепет. И все же эти фирмы крайне редко пользуются этой властью, в сущности, пренебрегая законными интересами акционеров, людей, в интересах которых и должно совершаться доверительное управление. Неспособность этих институтов востребовать свои законные права собственности, а также их неспособность выполнять обязанности собственников играют очень существенную роль в возникновении перекосов в инвестирующей Америке.

Почему возникли эти перекосы? Отчасти вследствие глубокого и множественного конфликта интересов, которым пронизана вся сфера финансового посредничества, отчасти потому, что поведение акционеров претерпело радикальные изменения вследствие того, что центр тяжести в деятельности инвесторов, традиционно заключавшийся в мудрости долгосрочного инвестирования, сместился на безрассудство

краткосрочных спекуляций. Этот сдвиг привел к тому, что сиюминутная точность котировок корпоративных акций подавила непреложную истинность стоимости, внутренне присущей этим корпорациям, как бы сложно ни было ее установить. Финансовые институты Америки таинственным образом превратились из участников деятельности собственников акций в участников деятельности людей, оперирующих арендованными, не принадлежащими им акциями, что позволило управляющим корпорациями руководить даже вопреки сопротивлению собственников. Эта ставшая тотальной подмена непосредственных собственников акций, принципалов – владельцев корпораций посредниками, агентами породила множество новых проблем, которые придется преодолевать при возвращении к капитализму собственников. Хотя из этой трясины не так легко выбраться, я тем не менее делаю некоторые конструктивные предложения по реформированию сложившегося положения.

Часть III. Америка как паевой инвестиционный фонд

Третья часть книги посвящена паевым инвестиционным фондам, в которых сосредоточено 8 млрд долларов. В настоящее время это крупнейший финансовый институт США. Инвестиционные фонды составляют крупную часть того отсутствующего звена, которое позволило управляющим американских корпораций утвердить почти неограниченную власть ставить свои интересы выше интересов собственников этих корпораций. Однако самое крупное погрешение капитализма собственников мы парадоксальным образом обнаруживаем в самой структуре инвестиционных фондов. Фактически инвестиционные фонды как отрасль функционируют в пределах институционализированного, возведенного

в систему капитализма менеджеров, который пустил настолько глубокие корни, что выкорчевать его будет трудно. Институты, имеющие серьезные проблемы с управлением и страдающие от конфликтов интересов, вряд ли находятся в положении, позволяющем безнаказанно бросать камни в других.

Хотя богатство, принадлежащее акционерам и присвоенное управляющими американских корпораций, отнюдь не мало, богатство, принадлежащее акционерам и присвоенное управляющими инвестиционных фондов, просто огромно. За последние два десятилетия управляющие фондами откачали более одной пятой ежегодных прибылей, генерированных на финансовых рынках (рынке акций, рынке облигаций, рынке краткосрочных кредитов) для инвесторов. Внушающую священный трепет магию сложных прибылей превзошла тирания сложных расходов. Без крупного сокращения доли рыночных прибылей, присваиваемой американскими фондами – посредниками, более $3/4$ будущего совокупного финансового богатства, которое принесут акции за срок их полной амортизации, будут поглощены управляющими фондов. Инвесторам достанется лишь 25% этого богатства. Однако именно инвесторы предоставляют 100% капитала и несут 100% риска инвестирования.

Как было ранее сделано по отношению к корпоративной Америке и Америке инвестирующей, я описываю причины, по которым Америка инвестиционных фондов пошла по неправильному пути. Главный побуждающий к этому фактор – смещение основной ориентации с разумного руководства на торговлю. Каким образом исправить положение? Поскольку собственность паевых инвестиционных фондов Америки на самом деле

принадлежит 95 млн частных инвесторов, большинство из которых относительно небогатые люди, не имеющие той скрытой власти, которой обладают институциональные инвесторы в корпоративной Америке, я предлагаю более сложные рекомендации. И хотя осуществить эти реформы намного труднее, ветры перемен уже начинают дуть в правильном направлении.

Заключение. Американский капитализм в XXI веке

Так что дело еще далеко не проиграно. Собственники в корпоративной Америке, инвестирующей Америке и Америке инвестиционных фондов пробуждаются от спячки. Отвратительные скандалы в бизнесе, на Уолл – стрит и в фондах открыли дверь уже начавшимся реформам. Несмотря на все их богатство и могущество, американские корпоративные управляющие, институциональные инвесторы и операторы фондов будут вынуждены – возможно, непоследовательно, непостоянно и медленно, но неотвратно – принять мысль, время которой пришло: собственник – властелин. В четвертой части книги я размышляю о том, что потребуется для того, чтобы «начать обновление мира», включающее возвращение традиционных ценностей взаимного доверия, ответственности и разумного управления.

На протяжении своей долгой карьеры я делал все, что и моих силах, для сохранения этих ценностей и создания предприятия, которое чтит высшие принципы ответственности фидуциара и интересы инвесторов. Если угодно, я старался снова посадить собственников на водительское место. Все сводилось к поддержанию ценностей, которые некогда сделали американский корпоративный и финансовый бизнес столь успешным. Мы стремились к справедливому

предоставлению вознаграждений за инвестирование людям, которые дали капитал и приняли на себя риски инвестирования. Для того чтобы победить в битве за возрождение души капитализма, необходимо утвердить превосходство этих традиционных ценностей.

И достичь успеха в выполнении этой монументальной задачи просто необходимо. Если Америке предстоит преодолеть бесконечные, часто кажущиеся неразрешимыми вызовы полного рисков мира, в котором мы ныне живем, нам потребуются мощная и справедливая система создания и роста капитала. Экономическая мощь Америки, ее политическая свобода и военная сила, благоденствие американского общества и даже ценности свободы вероисповедания зависят от такой системы.

В заключении я привожу убедительные свидетельства не только необходимости реформы американской капиталистической системы и того, что эта реформа соответствует мыслям великих американских государственных деятелей прошлого, а также мыслям наиболее мудрых американских лидеров настоящего. Говоря конкретнее, я призываю к созданию национальной комиссии, которая рекомендует меры реагирования на развитие «общества посредников». В этом обществе акционеры становятся вымирающим видом. Кроме того, рекомендуемые комиссией меры будут направлены на устранение пугающего дефицита ожидаемого будущего богатства «инвестиционного общества», прежде всего дефицита средств государственных, частных и личных пенсионных планов, которые стали в Америке основой национальных сбережений. Примирение интересов этих двух обществ заключается в создании «фидуциарного общества», в котором посредники

будут действительно представлять — в первую, последнюю и единственную очередь—интересы тех, кого они обслуживают.

Настало время, когда надо обратиться к реформированию американской системы демократического капитализма для того, чтобы огромный деловой и финансовый комплекс действовал так, как он должен действовать в интересах сохранения Америкой ее экономической и национальной мощи и ее лидерства в мире и подтверждения ценностей, выраженных в Декларации независимости и Конституции США. Это вызов, ответить на который должны корпоративная Америка, инвестирующая Америка и Америка инвестиционных фондов. Ставки слишком велики, и нам нельзя допустить провала.

Часть I. Корпоративная Америка

Начнем с анализа того, что пошло не так в корпоративной Америке и как эти сбои отразились в «патологической мутации», которая привела к перерождению традиционного капитализма собственников в новый капитализм менеджеров. Хотя современный бизнес построен на системе взаимного доверия, социальные изменения создали новое «общество чистой прибыли». Отличительные особенности этого общества включают чрезмерно завышенные компенсации управляющим и опционы на приобретение акций, которые являются составляющей массивной передачи богатства людям, инвестировавшим в акции корпораций, в руки глав компаний, корпоративных инсайдеров и финансовых посредников во время бумов и обвалов на фондовых рынках.

Значительная часть ответственности за этот подрыв Капитализма лежит на распылении собственности в корпоративной Америке, в результате которого возник вакуум власти собственников. Традиционные стражи (директора корпораций, аудиторы, финансисты, регуляторы и законодатели) не смогли защитить собственников от посягательств менеджеров, только подтвердив принцип, согласно которому (приведу формулировку подзаголовка второй главы): «Кто – то должен присматривать за этими гениями».

В последней главе этой части сделан обзор реакции государственных и частных организаций на указанные изъяны, проявившиеся в последние годы, а также даны семь конкретных рекомендаций, предназначенных для того, чтобы четко разграничить обязанности управленцев и собственников. Для этого требуется восстановление прав акционеров на управление и утверждение корпоративной демократии, побуждающее инвесторов к активности и

осуществлению прав собственности. Глава
заканчивается призывом: «Собственники всех
стран, соединяйтесь!»

Глава 1. Что пошло не так в корпоративной Америке?

«Патологическая мутация»

Великая рыночная лихорадка 1997 – 2000 гг. и последовавший за ней неизбежный обвал – жгучие напоминания о периодически, но беспорядочно происходящих абберациях, описанных в классической, опубликованной еще в 1885 г. истории спекуляций Чарльза Маккея «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы». Разумеется, любая вспышка безумия отличается от предыдущей и следующей, но все они имеют сходные негативные последствия. Самый последний эпизод свидетельствует о кульминации эпохи, когда корпорации и финансовые институты, молчаливо взаимодействуя друг с другом, привели к разложению традиционной природы капитализма, что пошатнуло и доверие к рынкам, и накопленные состояния бесчисленных американских семей. В глубинах корпоративной Америки что – то пошло не так, совсем и глубоко неправильно.

В самом общем смысле в основе проблемы лежит социальное изменение, удачно описанное учителем Джозефом Кэмпбеллом следующими словами: «В Средние века, приближаясь к городу, люди видели кафедральный собор, сегодня люди, подъезжая к городу, видят высотные деловые центры. Бизнес, бизнес, бизнес»⁷. Америка превратилась в то, что Кэмпбелл назвал «обществом чистой прибыли». Но американское общество стало оценивать прибыль неправильно. Общество отдает предпочтение форме, а не

⁷ Цит. по: Bennis W. G. Will the Legacy Live On? // Harvard Business Review. 2002. February 1. P. 95.

содержанию, престижу, а не добродетели, деньгам, а не достижениям, харизме, а не силе характера, эфемерному, а не долговременному, даже мамоне, а не Господу.

Аналогия, проведенная Джозефом Кэмпбеллом, оказалась зловещей. 11 сентября 2001 г. мы стали свидетелями полного разрушения горделивых башен, воздвигнутых американским бизнесом, — башен — близнецов Нью-Йорк ского Всемирного торгового центра. Хотя это трагическое событие заставило нацию обратиться ко многим исконно американским общественным ценностям, оно произошло слишком поздно для того, чтобы удержать американскую финансовую систему от ее пагубного курса. Впоследствии падение на фондовом рынке продолжилось. А когда оно завершилось, совокупная рыночная капитализация американских корпораций ошеломляющим образом сократилась на 50%. Это стало худшим обвалом фондового рынка со времен кризиса 1929 — 1933 гг. До того как последующий отскок рынка восстановил примерно 4 трлн долл. бумажной стоимости акций американских компаний, эта стоимость упала с 17 трлн долл. до 9 трлн. На пепелище возникли новые символы бизнеса — уже не горделивые башни, а вынужденные обороняться капитаны промышленности. Слишком многие лидеры американского бизнеса моментально превратились из могучих, олицетворявших успех корпораций львов в эгоистичных и не заслуживающих доверия дельцов, делавших противоречивые заявления перед телевизионными камерами.

Американскому обществу «чистой прибыли» отвечать на случившееся было нечем. Как сказал главный раввин Великобритании Джонатан Сакс, «когда все, что имеет значение и важность, продается и покупается, когда люди могут

нарушать обязательства потому, что они им более не выгодны, когда шопинг становится спасением, а рекламные слоганы – молитвой, когда человеческое достоинство измеряют доходами и расходами людей, рынок разрушает те самые добродетели, от которых он в долгосрочной перспективе зависит»⁸.

Капитализм: порочный круг

Согласно Webster's Third International Dictionary, капитализм – это «экономическая система, основанная на корпоративной собственности на средства производства. Решения об инвестициях при капитализме принимают частные лица, а цены, производство и распределение товаров и услуг определяются свободным рынком». Я бы сделал важное дополнение: капитализм – это «система, основанная на честности, порядочности и доверии», поскольку эти характеристики утвердились в новейшей истории капитализма.

В XVIII – XIX вв., когда в мире происходил переход от аграрного общества к обществу индустриальному, начался расцвет капитализма. Местные сообщества стали частью национальной, а затем и международной торговли, которая расширялась. Для строительства заводов, развития транспортных систем и финансирования банков, от которых стала зависеть новая экономика, необходимо было серьезное накопление капитала. Каким бы удивительным ни казалось это сегодня, согласно статье Джеймса Шуровьески,

⁸ Sacks J. Markets and Morals. The 1998 Hayek Lecture. London: Institute of Economic Affairs, 1998.

опубликованной в журнале *Forbes*, у истоков этого процесса стояли квакеры⁹.

В XVIII — начале XIX в. в британской экономике господствовали квакеры, возможно, благодаря своей легендарной простоте и экономии они накопили капитал, который можно было инвестировать. Квакеры владели более чем половиной британских металлургических предприятий и играли ключевые роли в банках, производстве потребительских товаров и трансатлантической торговле. Забота о надежности, абсолютной честности и строгом ведении отчетности обеспечила доверие в сделках с другими квакерами, и другие наблюдательные купцы пришли к убеждению, что доверие других людей идет рука об руку с успехом в бизнесе. Эгоизм требовал добродетельности.

Это совпадение добродетели и стоимости и является тем, чего ожидал великий шотландский экономист и философ Адам Смит. В «Богатстве народов», трактате, опубликованном в 1776 г., он провозгласил: «Одинаковое у всех людей, постоянное и неисчезающее стремление улучшить свое положение — это начало, откуда вытекает как общественное и национальное, так и частное богатство, — часто оказывается достаточно могущественным для того, чтобы обеспечить естественное развитие в сторону улучшения общего положения... Разумеется, обычно ОН [каждый отдельный человек] не имеет в виду содействовать общественной пользе и не сознает, насколько ОН содействует ей... [О]существляя... производство таким образом, чтобы его продукт обладал максимальной стоимостью, он преследует лишь свою

⁹ Surowiecki J. A Virtuous Cycle // *Forbes*. 2002. December 23. P. 248.

собственную выгоду, причем в этом случае, как и во многих других, он невидимой рукой направляется к цели, которая совсем и не входила в его намерения»¹⁰.

Согласно статье в журнале Forbes, так и должно было быть: «Развитие капитализма шло по направлению к большему доверию и большей прозрачности и к менее эгоистичному поведению. Неслучайно, что это развитие принесло с собой повышение производительности и экономический рост... Не потому, что капиталисты от природы добрые, хорошие люди, [но] потому, что выгоды доверия, состояния, когда вы доверяете другим, а другие доверяют вам, потенциально огромны, и потому, что успешная рыночная система учит людей признавать эти выгоды, порождает круг добродетели, в котором повседневный уровень добросовестности порождает повседневный уровень доверия»¹¹.

Говоря иначе, капитализм требует структуры и системы ценностей, в которые люди верят и на которые они могут полагаться. Нам нужна не наивная вера в добрую волю человечества, а в уверенность в том, что однажды сделанные обещания и однажды принятые обязательства будут выполнены. Нам также нужны заверения в том, что система в целом не дает чрезмерных выгод одним за счет других. Именно эти элементы и привели к расцвету капитализма.

Рождение изобилия

Расцвет капитализма был главным условием растущего благосостояния, которое стало

¹⁰ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: ЭКСМО, 2007. С. 350, 443. В

¹¹ Surowiecki J. Ibid.

отличительной чертой современности. В последние два необычайные столетия мировая экономика переживает рост производительности и экономический рост, которого никогда прежде не видела история человечества. Блистательный инвестор, философ и невролог Уильям Дж. Бернстаин, автор книги «Рождение изобилия: как было создано богатство современного мира», пишет:

Примерно с 1000 г. н.э. улучшение благосостояния человечества было настолько медленным и ненадежным, что среднему человеку, продолжительность жизни которого составляла двадцать пять лет, это повышение было просто незаметно. Затем, вскоре после 1820 г., благосостояние стало изливаться все более мощным потоком. В каждом последующем поколении жизнь сына становилась заметно более комфортабельной, насыщенной и предсказуемой, чем жизнь его отца. Искру для устойчивого экономического роста и прогресса человечества дает соединение четырех совершенно необходимых факторов:

- Прав собственности — у творцов должны быть материальные стимулы к творчеству, а эти стимулы идут рука об руку с гражданскими свободами.
- Научного рационализма — для того чтобы создавать новации, новаторы должны обладать надлежащими интеллектуальными инструментами и должны быть способны делать это, не опасаясь возмездия.
- Рынков капитала — у предпринимателей должен быть доступ к достаточному для осуществления их планов капиталу.

- Транспорта и коммуникаций – общество должно обладать способностью стремительно и эффективно перемещать информацию и готовые товары¹².

Только при рождении современного капитализма в начале XIX в. все эти четыре элемента начали цвести вместе. Хотя силы, двигающие экономический рост, сложны, с трудом поддаются оценке, да еще часто вызывают споры в академических кругах, однажды все же произошло сближение человеческого и физического капитала, которое был поддержано сетью современных систем – правовых, финансовых, образовательных, государственных и т.д. В любом случае 200 лет назад уровень жизни в мире начал неуклонно повышаться – и родился современный мир.

Патологическая мутация

Эта система работала. Или по меньшей мере работала в прошлом. Но затем, в конце XX в., что – то пошло не так. Система изменилась: произошла еще одна аберрация и долгом развитии капитализма. Хотя любой из более ранних сбоев приводил к тому, что вводились меры предосторожности, защиты от повторения злоупотреблений в будущем, ни одна из таких мер не предусматривала следующего витка скандала, который следовал почти неизбежно. На сей раз сбой произошел вследствие того, что Уильям Пфафф назвал патологической мутацией капитализма. Классическая капиталистическая система, капитализм собственников, основана на приверженности служению интересам собственников

¹² Bernstein W. The Birth of Plenty: How the Prosperity of the Modern World Was Created. New York: McGraw-Hill, 2004. P. 4 и обложка.

корпораций в деле максимизации прибылей на вложенный собственниками капитал. Но возникла новая система, капитализм менеджеров, в которой, как пишет Пфафф, «корпорациями стали управлять в целях производства прибыли для управляющих, которые действуют при соучастии бухгалтеров и управляющих других корпораций, а то и в сговоре с ними». Почему это произошло? «Потому, что на рынках произошло такое распыление корпоративной собственности, что не осталось ни одного ответственного собственника. Это не только морально неприемлемо, но и разлагает сам капитализм».¹³

Эпоха капитализма менеджеров оказала пагубное воздействие на наши представления о честности и справедливости в американском обществе и стала одной из главных причин увеличения пропасти между богатыми и бедными американцами, между имущими и неимущими. Например, в середине 1970 - х гг. 1% самых богатых американцев владели примерно 18% финансового богатства США. К концу XX в. доля этого 1% увеличилась до 40%. Это максимальная доля богатства, принадлежавшая самым богатым людям в какой - либо период истории США. Исключение составляет, возможно, период конца XIX - начала XX вв., эпоха баронов - разбойников - Джона Д. Рокфеллера, Э. Г. Гарримана, Джея Гулда и т. д., когда самые богатые американцы сконцентрировали в своих руках 45% богатства. Большинство граждан согласится с тем, что такая концентрация богатства угрожает долгосрочной стабильности американского общества. Разумеется,

¹³ Pfaff W. A Pathological Mutation in Capitalism // International Herald Tribune. 2002. September 9. P. 8.

такое неравенство нелегко исправить возвращением к капитализму собственников, ибо проблема более глубока и более сложна, чем может показаться. Но я предупреждаю: общество, которое терпит такие различия доходов и богатства, в долгосрочной перспективе обречено.

Продолжительный бум

По мере приближения кульминации этого изменения в природе капитализма изменялись и факторы, оказывающие критическое влияние на рынки. Совсем недавно, перед наступлением 2000 г., проблема Y2K (сокращение, смысл которого ныне практически затерялся на свалке истории¹⁴) стала серьезной проблемой. В спорах возобладало мнение американских системных экспертов, и на наших компьютерах начался 2000 г., а через год наступил XXI в. Началось новое столетие, разрекламированное как новая эра роста глобальной экономики. Дух наступающего века был обобщен в опубликованной в 1997 г. в журнале Wired энергичной статье с кричащим, привязанным к фантазиям о «новой экономике» заголовком: «Длительный бум. Перед нами — 25 лет процветания, свободы и более чистой окружающей среды во всем мире. У вас с этим проблемы?»

В самом деле, у кого вообще могли возникнуть проблемы со всеми этими благами? Действительно, читатели Wired должны были сглатывать слюну, предвкушая, говоря словами статьи, «начало глобального бума беспрецедентных масштабов... период устойчивого роста, который, возможно, будет удваивать мировую экономику

¹⁴ Речь идет о принявшем масштабы паники ожидании сбоев в работе компьютеров и сложной аппаратуры в связи с наступлением 2000 г. — Прим. перев.

каждые 12 лет и принесет растущее благосостояние миллиардам жителей планеты... роста, который в значительной мере позволит решить, казалось бы, неразрешимые проблемы вроде нищеты и ослабить напряженность во всем мире, причем все это будет достигнуто без разрушения окружающей среды»¹⁵.

Этот безумно оптимистический тезис основывался на уверенности в неоспоримом триумфе США как единственной сверхдержавы, в окончании всех крупных войн, в волнах новых технологий, в росте производительности, расширении глобального рынка и реструктурировании корпораций. Статья отражала и выражала уверенность в том, что «открытое общество в интегрированном мире генерирует круг добродетели». В общем, это был мем «радикального оптимизма»¹⁶.

Заговор счастливых

Казалось, что финансовые рынки в конце 1999 г. вполне приемлют тезис, выдвинутый в журнале Wired, — если не полностью, то приемлют дух и вектор этого тезиса. С начала 1997 г. и до момента достижения максимальных показателей в марте 2000 г. фондовый рынок вырос вдвое. Доходы, дивиденды и балансовые стоимости оценивались какими — то заоблачными цифрами, которых никогда прежде не знали. Великий «бычий» рынок сам себя кормил. Всех охватила мания, порожденная мыслью о том, что Америка вступила в новую эру. Стимулируемая этой эйфорией, американская система рыночного капитализма пережила глубокий провал (такие провалы иногда происходят во всех системах). У этого провала

¹⁵ Schwartz P., Leyden P. The Long Boom: A History of the Future // Wired. 1997. July. P. 8.

¹⁶ Schwartz P., Leyden P. Ibid.

было много коренных, взаимосвязанных и усиливавших друг друга причин: вера в то, что американские корпорации могут вырасти не только до небес, но и выше; возвышение старших управляющих чуть ли не до императорского статуса; мошенничество бухгалтеров, фальсифицировавших корпоративную отчетность. Кроме того, свою роль сыграли такие факторы, как несостоятельность наших стражей (аудиторов, регуляторов, законодателей, управляющих инвестициями и советов директоров), забывших, кому они должны быть верны; перерождение американских финансовых институтов, которые из учреждений акционеров превратились в учреждения трейдеров, торгующих акциями; рекламные гиперболы Уолл – стрит; готовность профессиональных специалистов по анализу ценных бумаг отодвинуть в сторону свой скептицизм; лихорадочное возбуждение СМИ; и, разумеется, желание членов инвестиционного сообщества грести деньги лопатой. Это было заговором счастливых практически из всех групп, заинтересованных в снижении стандартов делового поведения, который подхлестывал повышение котировок. Отцы победы, которую одержали в период Великого «бычьего» рынка инвесторы, инсайдеры и операторы инвестиций, исчислялись тысячами.

Великий «медвежий» рынок

Как предупреждал нас сэр Исаак Ньютон, каждое действие вызывает противодействие. Реакция на бум на фондовом рынке и ошибочное управление была неизбежна. Реакцией на Великий «бычий» рынок стал Великий «медвежий» рынок, который заставил нас два с половиной года биться в судорогах и остаточные последствия которого мы все еще ощущаем. За период с марта 2000 г.,

когда на рынке наблюдались самые высокие котировки, по октябрь 2002 г., когда они упали до минимума, рынок потерял добрую половину своей стоимости. Наряду с великим крахом 1929 – 1933 гг. этот период стал временем одного ИЗ двух величайших падений рынка за все столетие.

Эта комбинация процентов (рынок сначала вырос на 100%, а затем обвалился на 50%) привела к тому, что чистый прирост оказался нулевым. Даже последовавшее за спадом восстановление рынка на 50% началось с низкого уровня, сохранявшегося до начала 2005 г. В итоге стоимость акций осталась примерно на уровне 1998 г., то есть более чем на 20% ниже максимальных значений. Тем не менее, учитывая полученные дивиденды, инвесторы, остававшиеся в игре на протяжении этих семи лет, в общем оказались в серьезном плюсе по сравнению с теми, кто бросился в волну эйфории только затем, чтобы понести крупные убытки.

В известном смысле прогноз журнала Wired был правильным. Америка действительно вступала в новую эру. И по крайней мере пока эта новая эра оказалась прямо противоположной предсказаниям «быков». Вместо длительного бума на фондовом рынке мы столкнулись с непродолжительной оргией. Вместо окончания войн США ввязались в три войны – в Ираке, Афганистане и с терроризмом. Темпы роста информационных технологий резко замедлились. Занятость выросла очень незначительно, а сокращения бедности не предвидятся. Вместо устойчивого экономического роста, предсказанного Wired, мы столкнулись с рецессией, из которой американская экономика выходит рывками, судорожно. А неправомерные действия руководителей корпораций настолько потрясли доверие инвесторов, что ныне под вопрос

поставлена (и вполне правомерно поставлена) сама природа современного капитализма. Каждая из этих проблем отдается по всей сфере финансовых услуг.

И все же после Великого «медвежьего» рынка прибыль, которую получили по акциями долгосрочные инвесторы, была впечатляющей. С 1982 г., когда начался долгий период «бычьей» конъюнктуры, до начала 2005 г. на фондовом рынке США наблюдался рост, который с учетом сложного процента составлял в среднем 13% в год. Благодаря чуду сложения процентов люди, имевшие акции в 1982 г. и продолжающие держать эти акции сегодня, преумножили свои капиталы более чем в 16 раз. Таким образом, при всех дух захватывающих движениях рынка вверх и вниз владельцы акций, купившие и державшие обыкновенные акции с расчетом на длительную перспективу, получили достойную компенсацию за все свои риски. Для таких инвесторов появление пузырей на рынке и их схлопывание, смена подъемов спадами попросту не имеет значения. К сожалению, для многих других эти циклы оказались разорительными.

Все, что прошло, можно было бы, пожалуй, признать и смириться со случившимся, если бы не то, что во время мании были люди, на ней нажившиеся, и люди, которых мания разорила. И тех и других – великое множество. Говоря попросту, на мании нажились те, кто продал свои акции на пике периода, который ныне стал историей, а также финансовые посредники, которые преуспели сверх самых алчных мечтаний. А убытки понесли люди, купившие акции, и те, кто платил высокие цены за посреднические услуги, являющиеся неременным условием участия в игре на фондовом рынке.

Победители

Рассмотрим сначала победителей. Значительная доля акций, проданных на пике горячки, принадлежала управляющим корпораций, которые получили эти акции благодаря опционам, а также предпринимателям, компании которых стали публичными при посредничестве инвестиционных банков Уолл – стрит. Эти банки гарантировали размещение огромных пакетов акций, первоначально предлагаемых на рынке. Многие из этих акций теперь обесценились. Изучив группу старших управляющих всего лишь 25 корпораций из указанных категорий, журнал Fortune оценил объемы продаж – руководству каждой из этих компаний досталось почти по 1 млрд долл.¹⁷

Хотя надежных данных обо всех акциях, проданных старшими управляющими публичных компаний, нет, оценка общей суммы продаж в 200 млрд долл. (или больше) представляется разумной. Первоначальные публичные предложения акций, в основном компаний «новой экономики», лишившихся прибыли, в совокупности за 1995 – 2002 гг. превысили 800 млрд долл.¹⁸ (Неизвестная, но, несомненно, огромная часть выручки от продажи этих акций была реинвестирована в другие акции.) Таким образом, стоимость богатства, перераспределенного в пользу инсайдеров и предпринимателей, которые продали свои акции, составила, возможно, 1 трлн долл. или больше.

Другими получателями этого массированного перераспределения богатства (извлекавшими даже большую пользу из перераспределения) были сами

¹⁷ Gimein M. The Greedy Bunch // Fortune. 2002. August 11. P. 64.

¹⁸ Flotation Fever // The Economist. 2007. March 18. P. 7.

финансовые посредники – инвестиционные банкиры и брокеры, продававшие взлетевшие в цене акции своим клиентам, а также управляющие хеджфондами, устроившие спекулятивную распродажу паев в компаниях «новой экономики» рядовым инвесторам. Почему эти люди оказались в числе победителей? Потому что гонорары, взимаемые за услуги инвестиционных банков, брокерские услуги, и гонорары управляющих и выплачиваемые рядовыми инвесторами достигли умопомрачительных размеров. Многие инвестиционные банкиры заметили, что их ежегодные вознаграждения достигают десятков миллионов долларов. По меньшей мере полдюжины собственников компаний, управляющих фондами, накопили состояния под 1 млрд долл., а одна семья сколотила состояние, оцениваемое 20 млрд долл. Только в 1997 – 2002 гг. общие выплаты инвесторов инвестиционным банкам и брокерским фирмам превысили 1 трлн долл., а платежи в паевые инвестиционные фонды превысили 275 млрд долл.

Проигравшие

Если победители загребли, по самым минимальным приблизительным оценкам, 2,275 трлн долл., кто потерял эти деньги? Проигравшими стали, разумеется, люди, покупавшие акции и оплачивавшие расходы на посредников. Большинство покупателей составили представители великой американской общественности, которые иногда непосредственно приобретали определенные акции, а иногда делали это опосредованно, через паевые инвестиционные фонды, иногда на собственные деньги, а частенько через становящиеся все более популярными схемы накопления пенсионных сбережений 401 (к), которые и сами были опасно перегружены акциями компаний, где работали

инвесторы. Дураки? Возможно. Слишком многие покупатели акций страдали жадностью, наивностью и отсутствием здравого смысла, а энергичные продавцы извлекали свою выгоду из распространенных заблуждений и безумия инвесторов.

Миллионы инвесторов ринулись на фондовый рынок, чтобы купить акции, количество которых увеличивалось. Растущим спросом пользовались акции технологических интернет – компаний, телекоммуникационных и других компаний, которые были частями назойливо рекламируемой «новой экономики». Например, в разгар бума в паевые инвестиционные фонды, занимавшиеся вложениями в «новую экономику» и отдававшие предпочтение акциям, которые переживали спекулятивный рост, пришло 425 млрд долл. капитала, предоставленного инвесторами. 100 млрд долл. фактически были выведены из фондов, занимавшихся тяжеловесной «старой экономикой» и ориентировавшихся на внутренне присущую компаниям стоимость, а ведь эти фонды предоставили бы инвесторам тихую гавань во время надвигающейся бури.

По иронии судьбы в список проигравших попали те же корпорации, которые фигурировали и среди победителей. Для того чтобы избежать разводнения доходов, которое неизбежно стало бы результатом эмиссии опционов, корпорации, эмитировавшие миллиарды опционов, которые могли быть реализованы по цене грязи, сами выкупали эти опционы, но по завышенным текущим ценам. Разумеется, по – настоящему проиграли не сами эти корпорации, а их акционеры, которые проиграли дважды: во – первых, в результате разводнения их акций в результате эмиссии опций, во – вторых, потому что скупка акций опустошила резервы их компаний. 100 крупнейших компаний,

входящих в индекс S&P 500, фактически выкупили даже больше акций, чем эмитировали в виде опционов, тогда как 100 крупнейших компаний, акции которых котируются в системе NASDAQ, по – видимому, поступили разумно, выкупив намного меньшее количество акций.¹⁹

Пузыри на фондовом рынке

Масштабное перераспределение богатства на сумму, превышающую 2 трлн долл., в пользу корпоративных инсайдеров и финансовых посредников в последние годы бума, вряд ли можно считать беспрецедентным. Перераспределения подобного характера и сопоставимых масштабов случается снова и снова, всякий раз, когда спекуляция преобладает над инвестированием. Но день расплаты наступает всегда. Как писал примерно 3000 лет назад римский оратор Катон, «в природе человека наверняка заложен огромный запас глупости, иначе бы люди не попадались, снова и снова, тысячи раз подряд, в одни и те же силки и, все еще памятуя о своих былых несчастьях, не шли бы суды и не поощряли бы причины, вызвавшие эти несчастья, и снова не порождали бы их»²⁰.

Хотя у каждой финансовой лихорадки есть свои особенности, большинство спекуляций связано

¹⁹ Cicotello C.S., Grant C. T., Grant G.H. Impact of Employee Stock Options on Cash Flow // Financial Analysts Journal. 2004. Vol.60. No. 2. P. 39.

²⁰ Цит. по: Chancellor E. Devil Take the Hindmost: A History of Speculation. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1999. P. 58. [В действительности эти слова принадлежат не самому Катону-младшему, а авторам «Писем Катона» (Cato's Letters; 1720–1723), Джону Тренчарду и Томасу Гордону, назвавшим в честь него серию своих республиканских памфлетов. – Прим. ред.]

с отступлением от традиционных финансовых стандартов. Как напоминает нам Эдвард Чэнселлор, автор книги «Дьявол забирает последнее: история спекуляций», мании отражают худшие аспекты нашей системы: «Спекулятивные пузыри часто возникают в периоды финансовых инноваций и дерегулирования... Другой общей чертой является небрежное регулирование... Бизнес склонен ориентироваться в управлении на скорейшее вознаграждение спекулянтов, а не на долгосрочные интересы инвесторов»²¹. Более того, пузыри часто имеют черты замков, построенных на песке, поскольку здоровые методы ведения бизнеса размываются, порядочность и этика предаются забвению и в систему проникают финансовые злоупотребления.

Одна из опасностей, которые несут такие пузыри, заключается в том, что они подрывают представление о том, что фондовый рынок – подходящий инвестиционный инструмент для долгосрочных инвесторов. Мысль о том, что обыкновенные акции приемлемы для инвестиций и не являются чисто спекулятивными инструментами, возникла, как говорят, в 1925 г., когда Эдгар Лоуренс опубликовал книгу «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции». Самое последнее свое воплощение эта мысль получила в 1994 г., когда вышла книга Джереми Сигела «Акции на долгую перспективу». В обеих книгах вполне определенно высказаны доводы в пользу приобретения акций. Можно утверждать, что обе книги способствовали установлению на рынках «бычьей» конъюнктуры, которая пришла вскоре после их издания. В обеих книгах приведены

²¹ Chancellor E. The Trouble with Bubbles // New York Times. 2002. January 27. P. 13.

убедительные статистические данные, свидетельствующие о том, что акции идеальны для долгосрочного инвестирования.

Тем не менее, основываясь на приведенных в обеих книгах впечатляющих данных о прошлых доходах по акциям, люди ухватились за мысль о том, что игра на рынке каким – то образом свободна от рисков и что получение прибыли от игры на фондовом рынке неизбежно. По иронии судьбы, хотя в обеих книгах вполне определенно подчеркивалась важность именно долгосрочного инвестирования, эти книги, кажется, приглушили опасения инвесторов, непреднамеренно породив дух краткосрочной спекуляции. Явно игнорируя риск, внутренне присущий акциям, инвесторы, по – видимому, молчаливо предположили, что история фондового рынка повторяется. Когда акции кажутся «надежным делом», а цены взмывают до невероятных высот, наступает время медведей. Так и происходило после публикации обеих книг.

Единственное, что можно уверенно сказать о будущих доходах от акций, – это неопределенность этих доходов. К сожалению, этот урок часто забывается при смене поколений. Мы просто не ведаем нашего будущего и должны принимать самоочевидную истину: доходы, которые приносил фондовый рынок в прошлом, не имеют абсолютно ничего общего с данными страховой статистики (о взгляде страховщиков мы подробно поговорим в главе 5). «Прошлое – история; будущее – тайна».

Порочный круг

Подъемы и спады на рынке основаны не только на текущих заблуждениях, но и на превращении добродетельного круга в порочный в результате личных недостатков, торжества в корпоративной Америке высокомерия и жадности над

честностью и порядочностью. Легко списать злоупотребления эры на нескольких гнилых людей. Действительно, лишь ничтожное меньшинство лидеров делового и финансового мира Америки участвует в преступном поведении. Но я уверен в том, что плоха и сама бочка, емкость, в которой хранятся гнилые яблоки. Хотя это утверждение может показаться слишком жестким, я считаю его справедливым.

Рассмотрим составленный журналистом агентства Reuters Мартином Хауэллом список 175 сигналов, каждый из которых описывает конкретное нарушение, совершенное в американском бизнесе, финансах и инвестиционной деятельности в последние годы²². Я лично наблюдал многие из этих случаев. 24 случая приведены во врезке с примером 1.1. Они являются отличной иллюстрацией того, что люди, занимающие привилегированные должности, корпоративные управляющие и финансовые менеджеры, которые должны быть лучше осведомлены о реальном положении дел, а не принимать некритически финансовые махинации и гиперболы так называемой новой эры, должны были строго предупреждать инвесторов, а не заниматься эмиссией ценных бумаг.

ПРИМЕР 1.1.

Сигналы о нарушениях, допущенных руководителями корпораций и финансовыми посредниками.

В числе 175 сигналов, перечисленных в книге Мартина Хауэлла «Хищники и прибыли», упомянуты следующие 24 признака того, что дела в корпорациях могут идти неважно.

²² Howell M. Predators and Profits. Upper Saddle River, NJ: Reuters Prentice Hall, 2003.

1. Когда обнаруживаешь большую ложь, рушится все, что с нею связано.
2. Если говорят, что акции высокотехнологичных компаний преобразят мир, это преувеличение.
3. Если деньги легко привлечь, будьте настороже: делающие это компании обречены на разорение.
4. Уход руководителей корпораций. Если генеральный директор компании уходит без объяснения причин, это должно настораживать.
5. Опасайтесь худшей из всех возможных комбинаций – агрессивного генерального и послушного финансового директора.
6. Генеральный директор известен как участник неоднократных поглощений, а не как создатель компаний.
7. Компании переоценивают опционы на акции из – за неудачи с выплатой вознаграждений.
8. В советы директоров компании входят директора других компаний; это может вести к конфликту интересов.
9. Компании прячутся за меры защиты от поглощений и игнорируют мнение тех, кто призывает к переменам.
10. Компании тянут средства из резервов.
11. Чистая прибыль растет, а денежные потоки сокращаются или становятся отрицательными.
12. Опасайтесь бухгалтеров, которые следуют самой последней бизнес – моде.
13. Не попадайтесь в ловушку такой моды; вероятнее всего, она скоро пройдет.
14. Комиссия по ценным бумагам и биржам начинает полномасштабную проверку

- возможного мошенничества с ценными бумагами.
15. Компании предъявлено множество групповых исков.
 16. Генерального директора позиционируют как новую звезду, которая везде наведет порядок.
 17. В высшее руководство компании входит ее бывший аудитор.
 18. Вознаграждение генерального директора не связано напрямую с эффективностью компании.
 19. Опционы на акции раздают управляющим так, словно завтра не наступит никогда.
 20. Высшие руководители компании владеют очень малым количеством ее акций.
 21. Управляющим выплачивают крупные вознаграждения за работу, связанную с поглощениями.
 22. Доходы компании всегда соответствуют ожиданиям или превосходят эти ожидания.
 23. Для достижения плановых показателей по доходам используют прибыли одного периода (или агрессивные обязательства, связанные с пенсионным фондом).
 24. Компания пересматривает результаты своей деятельности.

источник: Howell M. Predators and Profits. Upper Saddle River, NJ: Reuters Prentice Hall, 2003. Я написал предисловие к этой книге.

Искра, с которой начался пожар

Нас вряд ли удивит известие о том, что одним из главных факторов в возникновении пожара, который привел к быстрому росту цен на акции, были вознаграждения управленцев. Этот

фактор тесно связан с другим — с управлением доходами. Вознаграждения управленцев, которые наглядно проявляются в фиксированной цене на опционы, дающие право на приобретение акций, в сущности являются вознаграждениями за повышение котировок акций компании, а не за повышение внутренней стоимости компании. (В главе 5 я более подробно рассматриваю вопрос соотношения цены и стоимости.) Когда инвесторы ориентируются на котировки, менеджеры управляют именно котировками.

Управленцам не надо говорить, что им следует делать. Им следует добиваться сильных постоянных доходов и оповещать об этом Уолл — стрит. Ставить «рекомендуемые» цели и публично заявлять о своих ожиданиях, а затем получать доходы, соответствующие рекомендациям. Все это надо делать методично, последовательно, постоянно и никогда не отступать от описанного плана действий. Во — первых, это надо делать по старинке, наращивая объемы производства, сокращая издержки, повышая производительность, обновляя технологии и разрабатывая новые продукты и услуги. Затем, когда оказывается, что реального дела недостаточно для достижения желаемого результата, этот результат получают при помощи новых способов подсчета результатов деятельности, что отодвигает принципы ведения бухгалтерского учета на грань их упразднения. А если и этого недостаточно, надо мошенничать.

Логическим обоснованием фиксированных цен на опционы служит утверждение, что они «связывают интересы управляющих с интересами акционеров». Эта часто повторяемая и пользующаяся широким признанием успокаивающая формула оказывается ложной. Управленцы не держат акции, которые приобретают. Они продают их,

причем продают сразу же после того, как их получают. Научные исследования указывают на то, что почти все опционы на приобретение акций реализуются сразу же, как только наступают сроки их реализации, а акции, полученные в результате реализации опционов, продаются немедленно. Действительно, получило широкое распространение понятие безналичная реализация опционов. Это понятие означает практику приобретения фирмой акций для управленцев, продажи этих акций и выплаты дельты управленцам после того, как поступают деньги за проданные акции. (К счастью, эта практика более не является законной.) Американцы вознаграждают своих управляющих не за реальное создание долговременной экономической стоимости, а за раздувание восприятия краткосрочных котировок. Дело в том, что управляющие создавали богатство для себя, а не для акционеров своих компаний. Управленцы своевременно уходят с рынка, продав большую часть своих акций задолго до того, как высокие рыночные котировки исчезают²³.

Пороки опционов на приобретение акций

Впрочем, даже если бы от управляющих требовали держать большую часть доставшихся им акций в течение продолжительного срока, как метод соединения интересов собственников и

²³ Одно предостережение. Поскольку управляющие обладают значительным человеческим и экономическим капиталом, связанным в их фирмах, и нуждаются в какой-то диверсификации этого капитала, я признаю, что время от времени им можно продавать умеренные доли своих пакетов акций. Но они должны сохранять пакеты акций компаний, которыми управляют, и эти пакеты акций должны быть существенной долей их совокупного вознаграждения и состояния.

интересов управленцев опционы с фиксированной ценой внутренне и фундаментально порочны в силу следующих причин:

- их цена не приведена в соответствие со стоимостью капитала, что обеспечивает незаслуженные доходы даже управленцам, которые дают весьма посредственные прибыли²⁴;
- опционы не учитывают дивиденды, поэтому у управленцев возникает общее сильное желание не выплачивать дивиденды;
- опционы на приобретение акций вознаграждают абсолютную эффективность акций, а не их эффективность относительно акций компаний – конкурентов или индексов фондового рынка.

В результате этих коренных изъянов вознаграждение управленцев приобретает видимость лотереи, которая порождает недостойных мультимиллионеров при «бычьей» конъюнктуре рынка и лишает вознаграждения даже достойных управляющих при «медвежьей» конъюнктуре. Сделав неправильное предположение о том, что цена акций, и только она является мерилем эффективности управляющих, мы создали знаменитых управляющих, которые не заслуживают такой славы, и недооцениваем тех, кто постоянно, постепенно и

²⁴ Стоимость корпоративного капитала обычно определяют как норму процента по безрисковым инвестициям плюс премия за риск вложения денег в акции, превышающая норму дохода по облигациям казначейства США. В начале 2005 г. эта величина составляла приблизительно 4,25% по облигациям казначейства США с десятилетним сроком погашения плюс, скажем, 3%. Итого стоимость капитала равнялась 7,25%.

последовательно увеличивает реальную стоимость своих корпораций.

Эти проблемы хорошо известны, и существуют простые выходы из болота вознаграждений, выплачиваемых управляющим. Не дающие их держателям права голоса акции, которыми вознаграждают управляющих (владельцы таких акций обязаны держать их для того, чтобы заработать свое вознаграждение), — одна из очевидных альтернатив. Компании также могут ежегодно повышать цены опционов или соотносить эффективность акций с общей эффективностью рынка или эффективностью акций эмитированных сопоставимых компаний. Но такими разумными программами почти никогда не пользуются. Почему? Потому что эти альтернативные схемы требуют от корпораций подсчета стоимости расходов. Такое признание расходов на компенсации сократит доходы, которые управляющие постоянно пытаются увеличить. Главным образом потому, что отсутствие расходов управленцев в отчетах о расходах компаний бросается в глаза, опционы на приобретение акций по фиксированной цене стали всеобщим стандартом. Вместо того чтобы рассматривать планы вознаграждений, которые имеют смысл в конкретном бизнесе, ограничение, которое компании сами на себя наложили и которое требует избегать указания расходов, создало структуру дискуссии об оплате управляющих.

Как любят говорить консультанты по вознаграждениям, эти опционы на приобретение акций «бесплатны». Эта аномалия в значительной мере определяет ошеломительное увеличение вознаграждений управляющих, происходившее в течение многих лет. Но и цены на акции как средства компенсации страдают внутренним изъяном. Некритически рассуждая, мы стали

считать цены на акции критерием эффективности и успеха управляющих, пренебрегая тем, что краткосрочные колебания котировок весьма косвенным образом связаны с уровнем корпоративных доходов, даже если эти доходы декларированы точно. Краткосрочные цены обусловлены спекуляцией и отражают, скорее, то, сколько долларов инвесторы готовы заплатить за каждый доллар доходов компании в конкретный день. Но, как будет показано в главе 5, в долгосрочной перспективе практически всю массу доходов на акции определяют норма дивидендного дохода и увеличение доходов.

Разрастающиеся вознаграждения управляющих

Впрочем, недавняя эпоха пренебрегала долговременной реальностью. Когда индекс S&P 500 вырос со 130 в марте 1981 г. до 1527 в марте 2000 г., норма прибыли на капитал инвесторов за вычетом дивидендов составила 13,8% в год. Рост доходов достигал 6,2% в год за минусом одного полугодия. В течение остального времени результат повышения значения коэффициента цена — прибыль колебался в пределах от 8 до 32 раз. Одно это увеличение объясняет 1100 из 1400 пунктов прироста, или 7,6% в год. Если даже выбрать в качестве порога для предоставления опционов на приобретение акций 5% стоимости капитала компании (а это прибыль, которую компания могла бы заработать, просто разместив все свои активы на банковский депозит), управляющие корпорацией могли бы утверждать, что благодаря их стараниям компания заработала всего лишь 1,2% в год. Однако когда индекс достиг 1527 пунктов, опционы на приобретение 10 тысяч акций по цене 130 долл. за штуку сразу же принесли управленцам добрые 14 миллионов долларов.

Отличная работенка, если вам удастся ее заполучить!

При предоставлении огромных опционов корпоративным управляющим и преувеличенных доходах, забывая к тому же о том, что стоимость этих опционов относится к расходам, совокупная величина вознаграждений, выплачиваемых управленцам, уже пробила потолок. В 1980 г. среднее вознаграждение старшего управляющего было в 42 раза больше средней заработной платы американского рабочего. К 2004 г. этот разрыв увеличился до 280 раз (снизившись с 531 раза, который наблюдался на пике этого разрыва в 2000 г.). Как показано в табл. 1.1, за последние 25 лет вознаграждения генеральных директоров в текущих долларах возросли почти в 16 раз, тогда как средняя заработная плата рабочего возросла чуть более чем в 2 раза. Однако в долларах 1980 г. заработная плата среднего американского рабочего росла всего лишь на 0,3% в год. Этого увеличения едва хватало для поддержания уровня жизни рабочих. А вознаграждения генеральных директоров росли на 8,5% в год, за те же годы в реальном выражении увеличившись более чем в 7 раз.

Логическим обоснованием этих различий служит утверждение, что управляющие «создали богатство» для своих акционеров. Но соизмеряли ли действительно созданная генеральными директорами стоимость с этим невероятным ростом вознаграждений? Для среднего генерального директора – определенно несоизмерима. Корпорации прогнозировали, что на протяжении рассматриваемого 24 – летнего периода их доходы будут расти в среднем на 11,5% в год. Реально же удалось достичь темпов роста в 6% в год, причем эти темпы вдвое ниже запланированных и даже ниже

номинальных темпов роста американской экономики, которые составляли 6,2% в год. В реальных ценах прибыли росли всего лишь на 2,9% в год. Эти темпы следует сравнить с темпами роста экономики США, которые достигали 3,1% в год, что и отражено в статистических данных о росте ВВП США²⁵. Каким образом это удручающее отставание могло способствовать повышению среднего вознаграждения американских генеральных директоров до изрядной суммы в 9,8 млн долл. в 2004 г. — одна из величайших загадок века. Если генеральные директора не могут создавать стоимости, у этой загадки должна быть другая разгадка. Можно лишь ломать голову, что это за разгадка.

ТАБЛИЦА 1.1
Годовые заработки среднего генерального директора и
среднего рабочего

Показатель	Современные доллары		Доллары 1980 г.	
	Генеральный директор	Рабочий	Генеральный директор	Рабочий
1980 г.	625 000	14 900	625 000	14 900
2004 г.	9 840 000	25 100	4 500 000	15 900
Общий прирост, %	1147	136	614	7
Темпы годового прироста, %	12,2	3,6	8,5	0,3

источники: Byrne]. A. Executive Pay: The Parte Ain't Over Yet// Business Week. 1993. April 25; Deutsch C H. My Big Fat C E. O. Paycheck/7 New York Times. 2005. April 3; оценки автора.

²⁵ Источник проекций роста доходов — Morgan Stanley, 1981–2001, далее — расчеты автора.

Более того, ошеломительные суммы вознаграждений, выплачиваемых генеральным директорам, систематически занижают. Эти суммы включают только те вознаграждения, которые раскрываются перед общественностью, а поскольку американские генеральные директора получают массу льгот и привилегий, которые позволяют им поддерживать роскошный образ жизни, на самом деле эти вознаграждения значительно выше заявленных. Эти «дополнительные доходы» часто остаются неизвестными государству и общественности и исключаются из сумм «совокупного вознаграждения», которые указываются в документах, представляемых собраниям акционеров. Даже данные, приведенные во врезке с примером 1.2, не включают остающиеся нераскрытыми особые привилегии, которыми пользуются управленцы (например, договорные ставки ссудного процента по их кредитам и высокие процентные ставки по вознаграждениям, выплата которых отложена).

ПРИМЕР 1.2.

Привилегии управленцев

Поскольку в опубликованные данные о вознаграждениях генеральных директоров не входят многие «дополнительные доходы», которые эти люди получают для того, чтобы вести роскошную жизнь, размеры вознаграждений, по сути дела, занижены. Даже приведенный ниже список не исчерпывает значительных привилегий, которыми пользуются старшие руководители компаний. Например, General Electric выплачивает от 9,5 до 14% по вознаграждениям, выплата которых отложена²⁶.

²⁶ Francis Th. Phantom' Accounts for CEOs Draw Scrutiny// Wall Street Journal. 2005. June 13.

- Использование самолетов компаний для путешествий сотрудников. Стоимость этой самой популярной привилегии в расчете на одного управленца вполне может достигать сотен тысяч долларов в год. (В 2003 г. Citigroup заплатила за перелеты только одного из своих управленцев, председателя управляющего комитета Роберта Э. Рубина, 304 527 долл. Сумма прочих вознаграждений, полученных этим господином, достигает 16,2 млн долл.)
- Выплата налогов по льготным личным поездкам. Это изрядные дополнительные доходы, в сущности удваивающие стоимость льгот, которые предоставляют управленцам, и увеличивающие расходы акционеров.
- Предоставление кредитов управленцам с последующим списанием их задолженности. Хотя теперь такие кредиты запрещены законом, списывание прежних задолженностей может продолжаться бесконечно. В 2000 г. компания Home Depot предоставила своему новому генеральному директору Роберту Нарделли кредит в размере 10 млн долл. и ежегодно списывала по $\frac{1}{5}$ основной суммы долга и набежавших на нее процентов, а также выплачивала налоги и по основной сумме долга, и по процентам. И то и другое в компании считают «стимулом, побуждающим генерального директора оставаться в компании».
- Обеспечение «удобств». В число удобств входят логи, откуда управленцы смотрят спортивные соревнования, роскошные апартаменты, взносы членов загородных клубов, системы обеспечения безопасности жилища и т.д. Но эти удобства доступны лишь самым высокооплачиваемым управляющим.

- Выплаты уволившимся управленцам. Как говорится, «корпоративная Америка заботится о себе». Но никогда прежде эти щедроты не достигали таких масштабов. Майкл Овитц, прослуживший в компании Walt Disney до того, как его уволили, получил 140 млн долл. отступного.
- Повышение пенсионных пособий. Помимо щедрых бонусов, выплачиваемых при увольнении управляющих, им существенно повышают пенсионные пособия при уходе на пенсию, не показывая эти суммы в отчетности.
- Пожертвования корпораций на благотворительность направляют на любимые цели старших управляющих, причем заслугу за эти пожертвования часто приписывают щедрости генерального директора.

В своем подробном исследовании привилегий управляющих и использования самолетов в личных целях Дэвид Ермак из Нью-Йоркского университета высказывает предположение, что обычный генеральный директор «не признает границ между активами компании и своими личными средствами»²⁷. Впрочем, Ермак также обнаруживает, что привилегии – полезный противоположный диагностический инструмент, которым инвесторы могут пользоваться как своего рода противоуказателем: чем больше привилегий у управляющих, тем выше вероятность низкой эффективности компании.

²⁷ McGeehan P. They Don't Need a Ticket to Ride // New York Times. 2004. April 11. Section 5. P. 1.

«Гнилые яблоки»

Противно было смотреть на недавние корпоративные скандалы, наносившие удар в самое сердце нашей капиталистической системы. Но даже если эти скандалы были следствием «злого ветра, который ничего хорошего не приносит», яркий свет внимания, которое общественность обратила на крупные скандалы, пролился и на всю гадкую возню, выходящую за грань по-настоящему этической практики. Не будь этих скандалов, порочная практика могла бы продолжаться вечно. Поскольку эти скандалы привлекли внимание к корпоративной «бочке», которая нуждается в серьезной починке, на нас лежит своеобразная обязанность: мы должны «почтить» поверженных идолов капитализма, «гнилые яблоки», в частности:

- Кеннета Лея, Джеффри Скиллинга и Эндрю Фастоу, под руководством которых компания Enron пришла к краху, когда вскрылись финансовые злоупотребления, быстро вылившиеся в мошенничество. Банкротство Enron привлекло внимание к глубоким ошибкам совета директоров, в котором заседали представители лучших корпораций, к вовлечению в сговор бухгалтерской фирмы, обслуживавшей Enron (этаже фирма предоставляла Enron консалтинговые услуги), и к активному участию банкиров Enron в сделках, правомерность которых вызывает серьезные сомнения. До скандала рыночная стоимость Enron была высокой и составляла 65 млрд долл. После скандала рыночная стоимость Enron равнялась нулю.
- Бернарда Эбберса, генерального директора компании WorldCom (впоследствии MCI). Этот господин удостоился места в зале славы в то

время, когда его компания фальсифицировала документы, что привело к скандалу с отчетностью, искажения которой оценивают в 11 млрд долл. Для того чтобы избежать продажи принадлежащих ему акций, которая была необходима для покрытия требования дополнительного обеспечения, Эбберс занял огромную сумму — 408 млн долл., и совет директоров WorldCom гарантировал возврат этого кредита. (Закон Сарбейнса—Оксли теперь запрещает предоставлять корпоративные кредиты управляющим корпораций). Рыночная стоимость WorldCom до скандала — 165 млрд долл., после скандала—0.

- Уильяма Эсрея и Рональда Лемея из компании Sprint, которые попались на получении вознаграждения в форме опционов на сумму 287 млн долл. Эти деньги были выплачены им за организацию слияния (замечу, что из всех возможных вариантов слияния указанные господа выбрали WorldCom), которое в действительности так никогда и не состоялось. Впоследствии Эсрей и Лемей попытались уклониться от уплаты налогов, незаконно переведя деньги в «налоговое убежище», что вызвало вопрос о стоворе с обслуживавшим компанию Sprint независимым аудитором с целью оформления выплаты вознаграждения должностным лицам Sprint. До скандала рыночная стоимость компании Sprint составляла 58 млрд долл., а в начале 2005 г. эта стоимость упала до 32 млрд долл.
- Денниса Козловски, генерального директора компании Тусо, который, сам того не желая, привлек внимание к своей персоне неловкой попыткой незаконно уклониться от уплаты налогов штата на продажи по сделкам

приобретения предметов искусства на сумму 13 млн долл. В ходе расследования быстро вскрылась история с обошедшейся в 2 млн долл. «римской» вечеринкой, которую Козловски устроил на Сардинии по случаю дня рождения жены. На этом празднике была получившая теперь известность выполненная из льда копия статуи Микеланджело Давид, из которой текла водка. Но внимание с этих событий вскоре переключилось на классический пример того, как управляющий путает деньги акционеров со своими личными деньгами. Предполагается, что Козловски украл у компании и ее акционеров 600 млн долл. До скандала рыночная стоимость Тусо составляла 117 млрд долл., после скандала, в начале 2005 г., – 68 млрд долл.

- Джека Уэлча из корпорации General Electric, который также привлек к себе нежелательное внимание своими внебрачными похождениями. В ходе его бракоразводного процесса всплыли «скрытые» вознаграждения, которые обычно выплачивают отошедшим от дел высшим управляющим, но размеры которых редко раскрывают. Хотя совокупное вознаграждение Уэлча как генерального директора GE приближалось к 1 млрд долл., при увольнении Уэлчу предоставили щедрые выплаты. По оценке одного из комментаторов, стоимость этих выплат и льгот составляет 2 млн долл. в год. В числе подношений уволившемуся Уэлчу – квартира в Нью-Йорке, куда ежедневно доставляют цветы и вина, и право неограниченного пользования самолетом компании. Кроме того, Уэлча вознаградили щедрой пенсией в размере 734 тыс. долларов... в месяц. Тем не менее, судя по

тому, что на благотворительность Уэлч тратит всего 614 долл. в месяц, все деньги у него, по – видимому, расходятся на насущные нужды²⁸. Рыночная стоимость GE на пике, в 2000 г., равнялось 600 млрд долл., а в начале 2005 г. упала до 379 млрд долл.

- Стива Кейса из компании AOL. В начале 2000 г. новость о слиянии представлявшей «новую экономику» AOL и представлявшей «старую экономику» Time Warner породила волну заблуждений: людям показалось, что это слияние приведет к появлению величественной новой компании, и цена акций компании Time Warner мигом подскочила до исторического максимума – 90 долл. за акцию. Но доходы AOL почти сразу же стали резко сокращаться. Всего лишь через два года после слияния компания отчиталась об убытках, достигших суммарно 98 млрд долл. В горячие денечки накануне «схлопывания» пузыря Кейс, основатель AOL (и председатель объединенной компании), продал принадлежавшие ему акции, стоимость которых составляла почти 0,5 млрд долл. Кейс продал большую часть своих акций по максимальным ценам. Затем акции обвалились до 9,64 долл за штуку. До скандала рыночная стоимость AOL составляла 226 млрд долл. Рыночная стоимость

²⁸ Хотя в Библии говорится «не судите, да не судимы будете», столь «щедрое» пожертвование невероятно богатых управляющих поистине потрясает. Еще одним примером служит Сэм Уоксал, получивший срок за свои махинации в ImClone. В 1999–2001 гг. он заработал 134 млн долл., из которых на благотворительность пожертвовал 157 451 долл., словно говоря миру: «Вот вам 0,1% и ни в чем себе не отказывайте, а 99,9% – мне!»

объединенных Time Warner и AOL в момент слияния составляла 240 млрд долл. В начале 2005 г. рыночная стоимость объединенной компании составляла 82 млрд долл.

- Ричарда Грассо, председателя Нью-Йоркской фондовой биржи, который наделал много шума, когда в 2004 г. обнаружилось, что люди, деятельность которых Грассо регулировал, от щедрот своих предоставили Грассо огромный пакет вознаграждений общей стоимостью 187,5 млн долл. Это открытие возымело еще одно благотворное (если не разрушительное) последствие. Внимание обратили на порочную систему управления в Большом совете и на то, что этот совет поддерживает почти монополию фирм, представители которых входят в совет, и специалистов, которые ежедневно работают с инсайдерской информацией о покупательной способности инвесторов и их потребности в продажах. Стоимость места на Нью-Йоркской фондовой бирже на максимуме, в 1999 г., составляла 2,65 млн долл., а в начале 2005 г. — 975 тыс. долл.

Я мог бы, не напрягая память, легко назвать и другие «гнилые яблоки», но и этих семи примеров должно быть достаточно для утверждения: недавние скандалы четко проявили мучительно широкое и губительное воздействие капитализма управляющих и порожденных им финансовых мошенничеств.

Проблема идет гораздо дальше. Дело не в нескольких ренегатах, которых я перечислил среди «гнилых яблок». Традиционная природа капитализма искажена, и его современная версия насыщена загадками, отражением которых являются серьезные фальсификации финансовой отчетности.

Действительно, после обвала рынка примерно 1570 публичных компаний изменили свои прежние финансовые отчеты. В числе этих компаний есть и крупнейшие всемирные корпорации вроде гигантской нефтяной компании Royal Dutch/Shell, Schering - Plough, Qwest, Bristol - Meyers Squibb, Xerox и Halliburton (см. врезку с примером 1.3).

ПРИМЕР 1.3.

«Гнилые яблоки» или плохая бочка?

Стадия I

*Американские корпорации изменяют свои
отчеты о доходах задним числом*

Хотя мерзавцев корпоративной Америки часто считают немногочисленными «гнилыми яблоками», малым числом которых можно пренебречь, сама бочка капитализма поражена порчей. Перечисленные ниже корпорации (рыночная капитализация многих из них достигает 100 млрд долл. и более) изменили свои отчеты о доходах при урегулировании исков, предъявленных им Комиссией по ценным бумагам и биржам (такое урегулирование возможно без признания или отрицания вины). Совокупная рыночная стоимость этих корпораций, измеряемая по максимальным значениям котировок акций, составила около 3 трлн долл. — и это огромная часть гигантской бочки корпоративного капитализма.

Adelphia	Kodak
American International Group	Krispy Kreme
Avon	Legato Systems
Boeing	Lernout & Hauspie
Bristol - Myers Squibb	Lucent Technologies
Cendant	Marsch McClennan
Ceridian	MBIA Merrill Lynch
Coca - Cola	MGIC
Computer Associates	Micro Strategy
Conseco	Microsoft
Critical Path	Network Associates

Dynegy	Oxford
Enron	Peregrine Systems
Fannie Mae	PNC Financial Services
Fleming companies	Qwest Communications
Freddie Mae	Raytheon Corporation
Gateway	Reliant Resources/Energy
GemStar - TV Guide	Rite Aid
International	
General Electric	Royal Dutch/shell
Global Crossing	Safety Kleen Corp
Halliburton	Silicon Graphics
Hanover Compressor	Spiegel
HBO McKesson Robbins	Sunbeam
HealthSouth	Symbol Technologies
Helath Plans	The Shell Transport Co.
Homestore	Time Warner
Household International	Trump Hotels & Casino Resorts
Informix	Tyco
International	Warnaco Group
Kimberly Clark	Waste Management
Kmart	WorldCom

Капитализм менеджеров рулит Америкой

Очевидно, что на место капитализма собственников пришел капитализм менеджеров, который создал страшные искажения в деловом мире США и в американском обществе. Наши принцепсы — руководители компаний со всей их славой, всеми их реактивными самолетами, привилегиями, пенсиями, членствами в клубах, апартаментами на Парк-авеню — кажется, забыли о том, что они служащие, нанятые собственниками корпораций.

А собственники, по-видимому, тоже забыли об этом. Но характер управленцев не остался незамеченным. В общественном мнении генеральные директора теперь опустились почти на дно бочки. Один из опросов показал, что если лавочникам доверяют 75% населения, военным — 73%, врачам — 60%, то управляющим корпорациями доверяют только

25%, что лишь немногим выше 23% доверяющих торговцам подержанными автомобилями²⁹.

Эти самозванные львы капитализма, нередко столь могущественные, харизматические и требовательные, которые носили титул генеральных директоров-императоров, как правило, получали вознаграждения, размер которых заставлял думать, будто они одни управляют судьбами своих компаний. Каким бы нелепым ни казалось это утверждение, многие с готовностью внесли свой вклад в эту выдумку, слишком часто исполненную высокомерия, жадности и тщеславия. Управляющие убеждены, что «они все сделали сами» и заслуживают каждый цент получаемых ими вознаграждений. Но хотя очень многие управляющие компаниями присваивают себе заслуги (и деньги), на самом деле они так хорошо выглядели благодаря росту национальной экономики и переживавшему бум фондовому рынку. До тех пор пока личные состояния инвесторов росли, они не критически принимали мысль о том, что высокие вознаграждения генеральных директоров вполне заслуженны.

На самом деле все обстояло совсем иначе. Хотя наши генеральные директора сколотили себе огромные состояния, темпы роста которых намного превосходили темпы роста нашей цветущей экономики, для акционеров они не смогли создать дополнительного богатства. А когда пузырь лопнул и стоимости акций на фондовом рынке растаяли, оказалось, что эти операторы изловчились продать принадлежавшие им акции на сотни миллиардов долларов доверчивой публике (и даже компаниям, которыми они управляли), предоставив новым собственникам этих акции нести убытки.

²⁹ CNN/USA Today/Gallup poll. 2002. July.

Оплата управленцев вышла из-под контроля потому, что комитеты по вознаграждениям не выполняют свои обязанности, а консультанты свои выполняют. Управляющие им платят за то, чтобы консультанты рекомендовали управляющим, сколько нужно платить управляющим. Неудивительно, что, например, в 2000 г. мы видели, как вознаграждения генеральных директоров за успешную работу стали доходить до 92,125,151 и даже – хотите верьте, хотите нет – 872 млн долл. На одного человека в год! Разумеется, эти цифры попадают в великую базу данных о вознаграждениях, которая, в свою очередь, растёт, когда учитываются вознаграждения за 2001 г. В результате вознаграждения, ранее бывшие средними, в 2001 г. оказались ниже средних. Итак, уровень вознаграждений снова повышается. Это поистине большая система, которую тем труднее лечить из-за того, что «этим занимаются все», и внешне процесс выглядит вполне рациональным, оправданным.

Таким образом, капитализм менеджеров – нечто большее, чем провокационная идея. Это понятие приводит собственников корпораций к высоким расходам, которые можно измерить. В недавнем исследовании два профессора Гарвардской школы права и Корнельского университета обнаружили, что вознаграждение пяти самых высокооплачиваемых управленцев в каждой из 1500 компаний, в 1993 – 2003 гг. входивших в индексы Standard & Poor's 500, Mid – Cap 400 и Small – Cap 600, превысило 300 млрд долл.³⁰ Более того,

³⁰ Bebchuk L., Onnstein Ya. «The Growth of U.S.Executive Pay». Working Paper. 2005. January. Abstract. Обновленные цифры автор этой книги получил от одного из авторов данного исследования и взял из

несмотря на то что, согласно отчетности, номинальные доходы корпораций увеличивались на жалкие 1,9% в год в течение рассматриваемого в исследовании периода, доля корпоративных прибылей, поглощаемая этими высокооплачиваемыми управляющими, не просто увеличилась, но выросла более чем вдвое — с 4,8% прибыли в 1993 – 1995 гг. до 10,3% прибыли в 2001 г. Давным-давно даже стойкий консерватор, бывший президент Герберт Гувер, сказал: «Знаете, единственная беда капитализма — это капиталисты. Они ужасно, ужасно жадны!»³¹ Вообразите, что сказал бы Гувер сегодня.

Исключительно щедрые вознаграждения за стандартную эффективность

История очевидна: значительная часть вознаграждений, получаемых управленцами, принадлежит инвесторам. В исследовании бывшего главного специалиста Morgan Stanley по стратегическим вопросам Стива Гэлбрейта показано: «Один из способов обогащения генеральных директоров за чужой счет — управление компаниями с недофинансированным пенсионным планом, большими увольнениями и невысокими дивидендами»³². (Хотя Гэлбрейт не проводит причинно-следственной связи между высокими вознаграждениями управленцев и невысокими дивидендами, дальнейшие исследования вполне могут подтвердить правильность такого предположения.) Анализируя 500 компаний из

статьи: Abeson A. Street Figh // Barron's. 2005. April 4. P. 5.

³¹ Цит. по: Herbert B. The Era of Exploitation//New York Times. 2005. March 25. P. 5.

³² Galbraith St. Contemporary Damage // Morgan Stanley Research. 2003. October 20. P. 1. 27.Ibid.

индекса S&P, Гэлбрейт выяснил, что в шести компаниях, генеральные директора которых в 2002 г. получили более чем по 50 млн долл., среднегодовые доходы в 2002 – 2003 гг. упали на 40% по сравнению с сокращением доходов на 3% в остальных компаниях, включенных в тот же индекс.

Гэлбрейт доказывает: «Капитализм привлекает прежде всего возможностью получения исключительно высоких вознаграждений за исключительно высокую эффективность, [но] исключительно большие компенсационные пакеты, раздаваемые за обычную эффективность, менее понятны»³³. Таким образом, несмотря на колеблющиеся в очень широком диапазоне прогнозы, эти явно некомпетентные управленцы (или ужасные предсказатели) получали растущие вознаграждения, которые все более и более увеличивали их средние годовые вознаграждения. Это пример поразительной несостоятельности корпоративных директоров в деле разумного управления компаниями. Перефразируя Черчилля, можно сказать, что столь немногим никогда еще не платили так много за столь малые успехи.

Управляемые доходы

Рука об руку с эксцессами, связанными с вознаграждениями, которые получают генеральные директора корпораций, идет «управление доходами», ставшее еще одним важным фактором, способствовавшим буму на фондовом рынке. Фокус финансового инжиниринга дал квартальные прибыли, которые инвесторы считали предсказуемыми и повторяющимися. Результат: выплата изрядных вознаграждений людям, которые сначала спрогнозировали беспрецедентно высокие уровни

³³ Ibid.

роста доходов в будущем, а затем, проявив мастерство алхимиков, обеспечили предсказанные ими результаты.

В 1990 – е гг. мысль о том, что корпорации дают ежеквартальные прогнозы доходов, получила признание, а вскоре последовало и управление доходами. «Выше прогноза» и «в соответствии с прогнозом» (или, Господи прости, «ниже прогноза») – эти выражения стали жаргоном финансовых отчетов корпоративной Америки. Участники рынка озабоченно ожидали ежеквартальных прогнозов, которые делали все компании, и быстро сравнивали очередной прогноз с предшествующим. Однако в действительности происходило то, что, как мы всегда знали, было истиной: если инвесторы полагаются на отчетность, которую ведут нарастающим итогом (а такая отчетность – основа корпоративной финансовой отчетности), это акт веры, не больше и не меньше. Как пишет выдающийся экономист Питер Бернштейн: «В финансовой отчетности отражаются еще не полученные деньги. Из расходов в этой отчетности исключены деньги, которые фактически выплачены, если они потрачены на активы, которые, как ожидается, принесут поступления в будущем»³⁴. А если прогноз доходов сделан, то ограничения на ранее сделанные признания доходов и на самое последнее по времени признание расходов сокращаются. В некоторых случаях это необходимо было связано с мошенничеством.

Исследование, проведенное в 2004 г. компанией Thomson Financial, показало, что после

³⁴ Bernstein P. Surprising the Smoothies//Journal of Portfolio Management. Fall 1979.

1998 г. доходы компаний не соответствовали прогнозам, сделанным их аналитиками, только в 16% случаев. В остальные 84% случаев доходы компаний по меньшей мере соответствовали ожиданиям аналитиков. В 23% случаев соответствие было полным, в 22% случаев доходы оказались незначительно лучше прогнозов (это приводило к увеличению дивидендов на акцию на какой-то цент), а в 39% случаев доходы оказывались ощутимо лучше прогнозов (что приводило к увеличению дивидендов на несколько центов на акцию). И в хорошие, и в плохие времена предсказуемость доходов сложных компаний, работавших во многих отраслях, была поразительной. Конечно, это было «слишком хорошо для того, чтобы быть правдой».

Ибо такие показатели эффективности деятельности компаний бросают вызов здравому смыслу. Внимательные, думающие инвесторы знают, что хотя развитие компании может, в общем, соответствовать общим трендам, квартальные неожиданности неизбежны. Отраженные в отчетности результаты, свидетельствующие об обратном, — ерунда, бессмыслица. Даже если мысль о том, что компания, результаты деятельности которой на какие-то гроши не соответствуют «рекомендациям» ее управляющих, может обнаружить, что ее рыночная капитализация моментально падает на несколько миллиардов долларов, кажется абсурдной, в известном смысле логика в данном случае безупречна. Если после всех манипуляций с финансовой отчетностью компания все-таки не дотягивает до прогнозируемых результатов, не надо долго ждать момента, когда акционеры сами прибегут на насест, чтобы выразить свое серьезное неудовольствие.

Оказывается, такие неожиданности можно измерить и вычислить. Позднее федеральные регуляторы и регуляторы, действующие на уровне штатов, часто обнаруживали случаи по меньшей мере сверхагрессивной отчетности и требовали внести те или иные изменения в отчеты о доходах. Эти случаи перечислены во врезке с примером 1.3. В общем, примерно 1570 публичных компаний изменили данные о своих доходах за 2000 – 2004 гг., что в семь раз больше, чем 218 компаний, которые изменили данные о своих доходах за 1990 – 1994 гг.³⁵ Многим корпоративным управляющим к тому времени уже выплатили огромные бонусы, рассчитанные на основании фальсифицированной отчетности. Но мне неизвестно ни единого случая, когда бы размеры бонусов пересчитали, а часть завышенных сумм вернули бы акционерам.

Будущие доходы корпоративных пенсионных фондов

Нигде фиктивность управляемых доходов не проявляется нагляднее, чем в предположениях, касающихся будущих доходов корпоративных пенсионных фондов. За последние десять лет доходность облигаций казначейства США с десятилетним сроком погашения упала с 7,9% до 4,2%, т. е. на 45%, а перспективные доходы от инвестиций в акции (норма дивиденда плюс предполагаемый рост доходов на 5%) сократились на 15%, до 6,8%. Обычно портфель пенсионного фонда состоит на 60% из акций и на 40% из облигаций. Ожидаемая рыночная доходность такого

³⁵ Данные по 1990 – 1994 гг. взяты из статьи: Min Wu. A Review of Earnings Restatements // Softrax. 2003. August. Данные по 2000 – 2004 гг. взяты из статьи: Gullapalli D. Outside Audit: To Err is Human, To Restate Financials, Divine // Wall Street Journal. 2005. January 20 (эти же данные появятся в главе 5).

портфеля равна 5,8%. Тем не менее в среднем корпоративном пенсионном фонде в 2004 г. предполагали, что будущий ежегодный доход составит 8,6%, что на 35% выше ожидаемой рыночной доходности. Ситуацию усугубляет то, что при прогнозировании доходов не учитываются инвестиционные расходы и не оставляются резервы на непредвиденные обстоятельства. Факты таковы: пенсионным фондам следует, вероятно, рассчитывать на будущие долгосрочные доходы, чистая величина которых, за минусом инвестиционных расходов, составит что-то около 5% годовых (подробнее это будет рассмотрено в главе 5.)

Манипулирование пенсионными доходами сыграло важную роль в предоставлении корпорациям возможности управлять доходами, ибо в корпоративных бухгалтерских книгах немного других мест, где можно было бы так легко и безудержно играть с оценками активов и обязательств. Однако эти пенсионные прогнозы стали предметом скандала лишь в самые последние годы, когда, как вдохновенно сказал специалист Morgan Stanley по вопросам стратегии Генри Г. Макви, вскрылся «дефицит пенсионных средств» и Комиссия по ценным бумагам и биржам занялась расследованием вопроса. Нам еще предстоит узнать многое о том, как корпорации в союзе со своими высокооплачиваемыми страховыми консультантами управляют доходами посредством управления связанными с пенсионными схемами предположениями.

Изменения этих предположений могут вызвать поразительные изменения корпоративных доходов. Рассмотрим следующий пример.

В 2001 г. компания Verizon Communications отчиталась о получении чистых доходов в

размере 389 млн долл. Вознаграждения управляющих были рассчитаны на основании этого показателя. Однако чистый доход компании был бы отрицательным, если бы управляющие не включили в итоговые показатели 1,8 млрд долл. дохода, полученного пенсионным фондом компании. Таким образом, Verizon смогла использовать доходы пенсионного фонда для превращения чистого дохода в прибыль, что дало компании оправдание выплаты управляющим повышенных бонусов. Оказалось, что в 2001 г. пенсионный фонд компании Verizon вообще не принес какого-либо реального дохода. Доходы фонда от инвестиций были отрицательными, и на самом деле фонд понес убытки в размере 3,1 млрд долл. Спрашивается, каким образом Verizon могла отчитаться о доходе в сумме 1,8 млрд долл., полученном от активов ее пенсионного фонда? Компания, не мудрствуя, увеличила прогноз будущих доходов от пенсионных активов до 9,25%. Действовавшие в то время правила бухгалтерского учета допускали такой ход. В итоге 1,8 млрд долл. доходов пенсионного фонда, использованные для того, чтобы в отчетности Verizon появилась прибыль, даже не отражали реальные доходы пенсионного фонда. Доход пенсионного фонда был результатом всего лишь изменения предположений, на основе которых строилась бухгалтерская отчетность. Разумеется, такие манипуляции не создали какой-либо стоимости для компании или ее акционеров³⁶.

³⁶ Bebchuk L., Friedl. Pay Without Performance. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004. P.

Новый тип капитализма

Переход от традиционного капитализма собственников к новому капитализму управляющих – суть перекоса, наблюдающегося в корпоративной Америке. Этот перекокс проявился в возникновении пузыря на фондовом рынке и последовавшего за этим обвала рынка, в ходе которого богатство на сумму 2 трлн долл. ушло из рук рядовых инвесторов в руки корпоративных инсайдеров, предпринимателей и финансовых посредников. Вознаграждения, выплачиваемые управляющим, достигли заоблачных высот (по большей части благодаря опционам на приобретение акций), несмотря на то, что реальное генерирование прибылей корпораций, измеряемое темпами роста экономики США, было ниже обычного. Важным двигателем этой системы были управляемые доходы, а целью этой системы, по крайней мере неявной, – повышение котировок корпоративных акций, происходившее независимо от того, увеличивалась внутренняя стоимость корпораций или нет. Именно эта патологическая мутация капитализма в значительной степени объясняет перекокс в его развитии. Объяснение того, почему развитие пошло не по тому пути, – предмет следующей главы.

Глава 2. Почему корпоративная Америка пошла не тем путем?

«За этими гениями кто-то должен присматривать»

Главной причиной отклонения корпоративной Америки от верного курса является неспособность корпоративного управления выполнять возложенные на него обязанности. Как писал Джеймс Мэдисон в «Федералисте» (1788), «будь люди ангелами, ни в каком правлении не было бы нужды». Сходным образом, описывая современный капитализм, мы можем с полным основанием сказать: «Будь управляющие компаний ангелами, ни в каком корпоративном управлении не было бы нужды».

Аналогия между государственным и корпоративным управлением оправдана. Точно так же, как США не являются чистой демократией, непосредственно управляемой гражданами, не являются демократическими и американские корпорации. (Даже утверждение решений руководства компаний их акционерами часто носит необязывающий характер.) Скорее, корпорация, подобно США как государству, – это республика, высшая власть в которой находится у акционеров, осуществляющих свою власть через избранных ими директоров, которые обязаны представлять интересы акционеров – собственников. В своем стремлении к производительности и эффективности акционеры (возможно, вследствие осознания собственной ограниченности) передают управление тем, кто будет действовать в их интересах и от их имени. Действительно, и в республике государства США, и в корпоративных республиках доверию избирателей иногда соответствуют, а иногда это доверие предают. Но если федеральное правительство республики США действует в рамках

системы сдержек и противовесов, в американских корпоративных республиках такие пределы существуют редко.

Американцы опасно близко подошли к тому, чтобы принять в корпоративной Америке диктатуру — систему, в которой власть генеральных директоров кажется практически неограниченной. Когда в 2003 г. я поднял эту тему в выступлении перед Советом бизнеса³⁷, собрание генеральных директоров различных корпораций не было особенно уязвлено этой аналогией, в которой заложено не просто зерно истины, а нечто большее.

Республиканская система корпоративного управления развалилась. Слишком многие советы директоров оказались неспособны к адекватному исполнению возложенных на них обязанностей осуществлять надзор за управляющими. Хуже того, обязанности корпоративного гражданства осуществляют лишь редкие институциональные инвесторы, требующие такого надзора и настаивающие на том, чтобы управленцы действовали не в личных интересах, а в интересах собственников компаний. Короче говоря, собственникам, по-видимому, все равно. Но если собственники корпоративной Америки не заботятся об управлении, то кто же должен заботиться?

Несколько лет назад ведущий деловую колонку в журнале The New Yorker Джеймс

³⁷ Совет бизнеса первоначально был создан в 1933 г. как совещательный орган при министерстве торговли США, но затем расширил область своей деятельности, консультируя другие министерства и президента. Он состоит из 150 активных членов, крупных предпринимателей и руководителей ведущих корпораций и часто приглашает для выступления на своих заседаниях различных государственных деятелей и ученых. — Прим. ред.

Шуровьески дал нам забавный, но глубокий ответ, над которым стоит задуматься. Шуровьески использовал пример комедии 1956 г. «Кадиллак из чистого золота», в которой Джуди Холлидей сыграла Лору Партридж, мелкого инвестора. Ее постоянные придирки к совету директоров в конце концов вынудили компанию сделать ее своим сотрудником, первым директором по отношениям с инвесторами, и платить ей жалованье. Шуровьески заканчивает статью так: «Американские компании – самые производительные и изобретательные в мире, но немного внимания взрослых [собственников] им не повредило бы». Полвека назад Лора Партридж правильно выразила ту же мысль: «Кто-то должен приглядывать за этими гениями»³⁸.

В американской системе управления первым из этих «кто-то» является совет директоров. Именно совет директоров обязан обеспечивать ответственность управляющих за представительство интересов акционеров. А если директора не выполняют эту обязанность, вторым «кем-то», обязанным призвать совет к ответственности, являются сами акционеры. Если директора не обеспечивают «надзора взрослых», который необходим для того, чтобы увести нас от существующей системы капитализма менеджеров, на появление которой мы прежде всего никогда не давали согласия, это должны сделать акционеры. Как собственники, акционеры имеют право решительно потребовать возвращения к системе, начавшейся очень давно, к системе, в которой взаимное доверие создало круг добродетели и прогресса. Только собственники способны вернуть нам капитализм собственников.

³⁸ Surowiecki J. To the Barricades //The New Yorker. 2003. June 9. P. 44.

Это не означает, что в длительной истории капитализма не было аберраций. Бароны – разбойники конца XIX в., удушавшие конкуренцию тресты начала XX в., коммунальные холдинговые компании 20-х годов XX в. – все эти эпизоды были предательскими нарушениями доверия. Но отвратительные отклонения от правил честной игры, проявившиеся в последние годы, представляют собой новую разновидность коррупции. Коррупции, которая нуждается только в двух составляющих:

1) в диффузии корпоративной собственности среди большого числа инвесторов, ни у одного из которых нет контрольного пакета акций, который давал бы решающий голос при голосованиях.

2) в нежелании агентов собственников (советов директоров) выполнять возложенную на них обязанность служить прежде всего интересам доверителей, т.е. акционеров.

Современные корпорации и частная собственность

Впервые вопрос широкого распыления корпоративной собственности был систематически изучен в 1932 г., когда фондовый рынок обрушился до минимальных значений во время Великого краха 1929 – 1933 гг. В этот период исчезла ошеломляющая часть рыночной стоимости американских акций – 90%! Исследовавшие эту проблему Адольф Э.Берл и Гардинер К. Минс, профессора Колумбийского университета, написали богатую идеями книгу «Современная корпорация и частная собственность», которая стала вечным классическим произведением деловой литературы. Берл и Минс сосредоточили внимание на отделении собственности от управления публичными компаниями. Так как корпоративная собственность все шире распространяется среди множества

частных инвесторов, ни у одного из которых в большинстве случаев нет ничего хоть отдаленно похожего на контрольный пакет акций (таким образом, фактически не существует никакой институциональной собственности на акции), инвесторы широко открывают двери старшим управляющим, получающим возможность эксплуатировать компании в собственных интересах.

Главные выводы Берла и Минса таковы:

- самым важным является вывод о том, что положение собственника изменилось: собственник из активного агента превратился в агента пассивного. Теперь он получает листок бумаги, на котором изложены права и ожидания, связанные с предприятием, но не обладает сколько-нибудь значимым контролем. Собственник практически не может влиять на собственность, образующую основу корпорации, собственными силами;
- духовные ценности, которые ранее были сопряжены с собственностью, отчуждены от нее. Материальная собственность, создаваемая собственником, могла приносить ему непосредственное удовлетворение, отличное от дохода, принимавшего более конкретную форму;
- стоимость личных состояний определяется, с одной стороны, действиями людей, руководящих компаниями, – лицами, над которыми рядовой собственник не властен, а с другой – действиями других участников чуткого и нередко капризного рынка. Таким образом, стоимость подвержена превратностям и манипуляциям, характерным для рынка;
- стоимость личных состояний подвержена не только постоянным колебаниям, но и постоянной оценке. Человек может время от

времени видеть изменения оценочной стоимости своего состояния, и это обстоятельство может оказывать влияние на расходование индивидуумом дохода и на удовлетворение, получаемое им от своего дохода;

- благодаря организованным рынкам личное состояние стало необычайно ликвидным, моментально конвертируемым в другие формы богатства;
- наконец, в корпоративной системе «собственник» промышленного богатства оставлен с простым символом собственности, тогда как власть, ответственность и сущность собственности, бывшие ранее неотъемлемыми частями собственности, переходят в руки обособленной группы управляющих³⁹.

Берл и Минс, проницательно провидевшие направление развития корпоративного управления, выявили проблему, гложущую современный капитализм, проблему, которая все еще остается нерешенной. Но в эпоху сильно заниженных цен на акции, корпораций, борющихся за достижение прибылей, в эпоху, когда стандарты делового поведения, возможно, были даже выше, чем сегодня (хотя и в ту эпоху не обходилось без заметных злоупотреблений), предупреждения Берла и Минса не привлекли к себе особого внимания общественности. Лишь десятилетия спустя, когда условия переживавшего подъем фондового рынка способствовали заговору счастливых и поощряли возникновение этого заговора, охватившего всех участников рынка, мы осознали остаточные

³⁹ Berle A.A., Means G. C. The Modern Corporation and Private Property. New Brunswick, N.J.: Transaction, 2002. P. 64 – 65.

последствия перехода к пассивной собственности акционеров. В числе этих последствий — чрезмерные вознаграждения управляющих, управление доходами и мания слияний. Худшие из возможных при капитализме менеджеров злоупотреблений стали жестокой явью.

Когда большинство собственников не хотят либо не могут отстоять свои права, когда директора забывают о тех, кого они представляют, когда стражи системы не отслеживают финансовые махинации, корпоративные управляющие быстро заполняют возникший вакуум, подтверждая утверждение Спинозы о том, что «природа не терпит пустоты». Если генеральные директора становятся не только начальниками компаний, но и начальниками советов директоров, если четкая линия, которая, как говорит нам здравый смысл, должна существовать между управлением и руководством, исчезает, добра не жди. Говоря жестче, можно использовать цитату, на которую я наткнулся несколько лет назад (источник цитаты установить не могу): «Если у вас сильные управляющие, слабые директора и пассивные собственники, не удивляйтесь началу разграбления».

Адам Смит, святой-покровитель капитализма, не удивился бы такому исходу. Более 200 лет назад он писал: «...от директоров подобных компаний, которые заведуют в большей степени чужими деньгами, чем своими собственными, нельзя ожидать такой неусыпной осторожности, какую участники частного торгового товарищества проявляют в управлении своим капиталом. Подобно управляющему на службе у богатых людей, они склонны считать мелкие дела ниже достоинства своих хозяев и очень легко освобождают себя от заботы о них. Поэтому небрежность и

расточительность должны всегда в большей или меньшей степени проявляться в управлении делами такой компании»⁴⁰.

Слова Смита точно и емко описывают корпоративную Америку последних лет. Хотя реальный грабеж, о котором мы знаем, ограничен, небрежность и расточительность распространены, а сами управляющие компаний освободили себя от заботы о них с такой готовностью, которая повергла бы экономного шотландца в ужас. Но должностные преступления в нашей капиталистической системе вышли далеко за пределы вознаграждений, получаемых управляющими, и затронули сам принцип финансовой порядочности американских корпораций. В основе ошибок системы, свидетелями которых мы стали, лежат противоречия капитализма менеджеров.

Несостоятельность стражей: директора

Собственники акций традиционно полагались на целую толпу стражей, которые обеспечивали честную, порядочную работу корпораций в интересах акционеров. Однако в период Великого «бычьего» рынка 1997 – 2000 гг. мы стали свидетелями фатального развала этой стражи. Независимые аудиторы стали партнерами управляющих по бизнесу. Инвестиционное сообщество отодвинуло в сторону свой профессионализм, свой традиционный скептицизм и даже свою независимость. Установленные правительством правила были ослаблены. Избранные государственные должностные лица не только не предприняли действий по обузданию этих злоупотреблений, но, по сути дела, стояли рядом,

⁴⁰ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: ЭКСМО, 2007. С. 691.

помогая злоупотреблениям и потворствуя им. Хуже всего то, что корпоративные директора, которые должны были бы стоять на передовой линии обороны от злоупотреблений управленцев, не смогли выполнить свои обязанности.

Директора — самые важные из стражей, на которых полагается общество. Они должны заставлять корпорации функционировать производительно, эффективно и честно. Учитывая деловую хватку членов советов директоров, их общую перспективу и их близость с конкретными организациями, в которых они работают, следует заметить, что они занимают хорошую позицию для вмешательства при необходимости в дела управления в интересах акционеров. Но советы директоров корпораций часто, кажется, колеблются и не проявляют желания править жесткой рукой. Возможно, они даже неспособны к такому управлению. В результате наши директора должны нести крупную долю ответственности за проблемы, возникшие в корпоративной Америке.

Несмотря на то, что они являются выборными представителями собственников, члены советов директоров смотрели на творившееся снисходительно, явно не раздумывая о надвигающейся буре. Сначала молния ударила в Enron. Когда в ноябре 2001 г. эта компания обанкротилась, газета New York Times описала этот крах как «катастрофическое обрушение корпорации, которое накрыло аудиторов компании, ее юристов и директоров... регуляторов, финансовых аналитиков, рейтинговые агентства, СМИ и Конгресс. Это был масштабный обвал системы управления»⁴¹. Скоро повалились и другие

⁴¹ Gerth J., Stevenson R. W. Enron's Collapse: The System // New York Times. 2003. January 20.

костяшки домино — WorldCom, Adelphia, Global Crossing и Tyco. В последующие годы обнаружили и многие компании с сомнительной репутацией.

Дипломированные общественные бухгалтеры как стражи

Следующими среди стражей идут дипломированные общественные бухгалтеры и аудиторы. Роль такого специалиста состоит в засвидетельствовании того факта, что финансовые отчеты компании соответствуют общепринятым правилам бухгалтерского учета, и в предоставлении разумных гарантий того, что эти отчеты свободны от существенных искажений. Очевидно, что американские сертифицированные бухгалтеры должны составлять жизненно важную линию обороны от умышленного пренебрежения бухгалтерскими стандартами, обеспечивая по меньшей мере какую-то защиту от сомнительных методов бухгалтерского учета и отчетности. (Хотя раскрыть мошенничество непросто — в конце концов, люди, занимающиеся махинациями, ловко скрывают их, — существует слишком много пограничных случаев, которые не были поставлены под сомнение независимыми аудиторами.) Далее американские стандарты бухгалтерского учета постепенно обесценились. В результате слияний образовались тайные резервы и расцвели вынесенные за балансовые ведомости особые предприятия, деятельность которых создает невидимые общественному глазу долги и придает «финансовому инжинирингу» совершенно новый смысл.

На бухгалтеров всегда оказывают давление, требуя, чтобы их мнение соответствовало мнению тех корпоративных клиентов, которые оплачивают услуги бухгалтеров. За прошедшее десятилетие к

этому, казалось бы, неизбежному конфликту прибавился конфликт интересов: бухгалтеры стали бизнес-партнерами своих клиентов и начали предоставлять управляющим консалтинговые услуги, вознаграждения за которые намного превосходят аудиторские гонорары. Например, в 2000 г. американские корпорации выплатили своим аудиторам почти 3 млрд долл. за аудиторские услуги, что в два раза меньше 6 млрд долл., полученных бухгалтерами за консалтинговые услуги. Прибыль от неаудиторских доходов почти наверняка составляет еще большую долю чистых доходов аудиторских и бухгалтерских фирм.

Насколько энергичным и ревностным поборником точности отчетов о доходах мог быть, например, аудитор компании Motorola? В 2000 г. фирме, занимавшейся аудиторским обслуживанием Motorola, выплатили ошеломительную сумму в 62,3 млн долл. за развитие систем и «все прочие услуги», т. е. в 15 раз больше 3,9 млн долл., полученных этой фирмой за собственно аудиторские услуги. В этом случае аудиторский комитет фирмы сообщил, что такой разрыв тем не менее «совместим с независимостью аудиторов». Такой же вывод был сделан и в Enron. Эта компания выплатила 29 млн долл. гонораров за консультации своей бухгалтерской фирме – и это помимо (и ощутимо больше) 23 млн долл., выплаченных в виде гонораров за аудит. Любое сочетание консалтинговых услуг с бухгалтерским обслуживанием усиливает давление на аудитора и побуждает его забывать о честности, ставя на первое место интересы бизнеса. А когда такое сочетание еще и резко смещено в сторону

консалтинга, давление практически непреодолимо⁴².

И все же бухгалтеры утверждают, что риск потери ими своей репутации дает акционерам и общественности гарантию того, что аудиторские фирмы строго придерживаются должных бухгалтерских стандартов. Но это технические, смутные стандарты, которые часто не так уж трудно обойти. Далее, утверждение аудиторов игнорирует противоположный довод, согласно которому фирма, проводящая жесткую, принципиальную линию и славящаяся своей бескомпромиссностью в вопросах, которые сопряжены с какой-то субъективностью, подвергается, возможно, еще большему риску. Такие фирмы рискуют не только потерять клиента, которому надоедает их вьедливость, но и отпугнуть потенциальных клиентов, которые точно

⁴² Это вовсе не какие-то из ряда вон выдающиеся или гиперболизированные примеры. В том же году компания Flint выплатила Ernst and Young 2,5 млн долл. за аудиторские услуги и 63,8 млн долл. за другие услуги. GE выплатила KMPG 23,9 млн долл. за аудит и 79,7 млн долларов за прочие услуги, а J.P.Morgan Chase выплатил Pricewaterhouse Coopers 21,3 млн долл. и 84,2 соответственно. После того как был принят закон Сарбейнса-Оксли, запретивший аудиторам оказывать клиентам широкий спектр неаудиторских услуг, расходы на прочие услуги резко сократились. В 2004 г. прямые расходы компаний Motorola, GE и J. P. Morgan Chase на аудиторские услуги в среднем составили всего 67% от общей суммы расходов на аудит, а остальные 33% были потрачены на гонорары, связанные с аудитом (приобретение, финансирование пенсионных планов, затраты, связанные с законом Сарбейнса-Оксли, и т.д.), и на услуги, связанные с налогами. Гонорары, выплаченные аудиторам за прочие услуги, были равны нулю.

так же относятся к аудиту. В любом случае репутационный риск оказывается жалкой соломинкой, на которую приходится опираться в деле поддержания стандартов аудита. Вместе с Enron исчезла и обслуживавшая эту компанию якобы независимая аудиторская фирма Arthur Andersen.

Если управляющие обещали рост квартальных доходов, а этот рост невозможно обеспечить в силу операционных обстоятельств, давление на бухгалтеров, от которых требуют уступить просьбам управляющих, усиливается многократно. Соответственно, цифры, представленные компаниями, становятся важнее бизнеса этих компаний. Это изменение вступает в прямое противоречие с советом, который еще в 1912 г. дал коллегам первый бухгалтер Америки Джеймс Энион: «Мыслите и действуйте на основании фактов, истин и принципов и рассматривайте цифры только как знаки, выражающие факты, истины и принципы... Действуя таким образом, вы заслужите славу самой точной и самой рафинированной из профессий, какие есть в Америке»⁴³. Поскольку мы стали полагаться на цифры, представляющие факты, истины и принципы, верность которых сомнительна, творческая бухгалтерия недавней эпохи увела нас очень далеко в сторону от вечно справедливой мудрости мистера Эниона.

«Ожидаемые доходы»

Наши стражи-бухгалтеры – молчаливые партнеры управляющих, которых они обязаны проверять при приеме «ожидаемых доходов», этого воплощения финансовых махинаций нашей эпохи. Как сказал бы Алисе Шалтай-Болтай, «когда и сообщая

⁴³ Цит. в книге: Boyle D. The Tyranny of Numbers. London: HarperCollins, 2000. P. 38.

о доходах на акцию, эти доходы имеют такие значения, какие я захочу. Ни больше, ни меньше... Вопрос в том, кто должен быть хозяином. Вот и все». Например, компания Yahoo! становится хозяином в следующей ситуации: разослав сообщения о том, что она ожидает закончить III квартал 2001 г. безубыточно, компания в первом же абзаце заявления о своих прибылях сообщает, что чистый доход на акцию составляет 1 цент, что «превосходит ожидания». В подстрочном примечании указывается, что эти ожидаемые доходы не учитывают «расходы на амортизацию, уплату налогов, начисляемых в фонд заработной платы при осуществлении опционов, доходы и убытки по инвестициям, расходы на компенсацию по акциям, расходы, связанные с поглощениями и реструктуризацией компании»⁴⁴. По сообщениям Wall Street Journal, эта новость «ободрила» инвесторов. Инвесторы, несомненно, обрадовались тому, что Yahoo! превзошла собственные ожидания, несмотря даже на то, что никаких доходов у компании не было. В действительности Yahoo! понесла убытки в размере 4 центов на акцию⁴⁵.

Компания Yahoo! не одинока. Остается фактом, что в 2001 г. 1500 компаний декларировали формальные, т.е. фальсифицированные данные о своих доходах. Это были данные о том, каковы были бы доходы этих компаний, если бы не случилось всех тех неприятностей, которые произошли. Игнорирование вполне реальных издержек реструктуризации компаний, списание активов, которые ранее

⁴⁴ Yahoo! Press release. 2001. October 10.

⁴⁵ Schulte E. Stocks Surge at Midmornings as Investors Pore Over Earnings Reports //Wall Street Journal. 2001. October 11.

использовали в прекращенных работах, расходов на опционы, на исследования и системы, приобретенные у других компаний, привело, разумеется, к существенному завышению доходов, о которых объявляли корпорации. В результате разрыв между объявленными доходами и операционными доходами (до списаний) стал совершенно неконтролируемым. Например, за 1990 – 2000 гг. ежегодные операционные доходы на акцию компаний, включенных в индекс S&P 500, обычно превышают объявленные доходы на 11% в год. Более того, в то время как операционные доходы увеличивались на 9,0% в год, темпы роста упали всего до 4,9% после корректировок, учитывающих только расходы на пенсии и здравоохранение и вознаграждения опционами, что дало сокращение доходов на 45%. И все-таки против этих химерических цифр протестовали очень немногие, и финансовое сообщество продолжало использовать «операционные доходы» в качестве главного критерия стоимости акций.

После скандала с Enron в заголовки прессы попали статьи внебалансовых расходов. Enron создала «целевые предприятия», доходы и расходы которых не были отражены в балансах компании при помощи неискреннего утверждения о том, что если внешние собственники владеют 3% акций дочернего предприятия, отчитываться ни за размер долга (даже если он гарантирован родительской компанией), ни за убытки (реализованные или в случае Enron нереализованные) не надо. Задним числом этот отказ от раскрытия данных, конечно, представляется абсурдным. Будем надеяться на то, что теперь, когда у нас наконец открылись глаза на имеющие место манипуляции с отчетностью, мы установим новые принципы бухгалтерской отчетности, которые закроют эту огромную брешь и

потребуется отражения скрытых обязательств в балансах компаний.

В 2000 г., за год до краха Enron, я высказал это мнение в лекции, прочитанной в Нью-Йоркском университете. Лекция называлась «Общепринятая бухгалтерская практика: профессия или бизнес?»

Здоровые рынки ценных бумаг требуют здоровой финансовой информации. Это понятно. Инвесторы требуют (и имеют на это право) полной информации обо всех ценных бумагах, информации, которая справедливо и честно представляет все важные факты и цифры, необходимые для оценки стоимости любой корпорации. Нужна не только точность. Еще острее нужна в широте и полноте информации, благодаря которым благоразумный, пытливый, умелый профессиональный инвестор может получить любые количественные данные, необходимые для принятия решения, что делать с определенной ценной бумагой—покупать, держать или продавать. Необходимо полное раскрытие информации. Полное. Такое раскрытие — охрана финансовой системы, вносящая огромный вклад в развитие, прогресс и процветание США⁴⁶.

Соблюдение стандартов раскрытия информации (не только общепринятыми принципами ведения бухгалтерского учета, а гораздо более широкого круга стандартов) наверняка помогло бы избежать

46 Boggle J. Public Accounting: Profession or Business? The Seymour Research Distinguished Lecture at the Vincent C. Ross Institute of Accounting Research. New York: New York University's Stern School of Business. 2000. October 16.

краха Enron, последовавшего за резким ростом цен на акции этой компании, и избавило бы инвесторов и работников от последствий этого краха. При более жестких стандартах были бы обнаружены «специальные» предприятия, результаты деятельности которых исключали из балансов компании. Сходным образом при таких стандартах акционеры и специалисты по анализу ценных бумаг поставили бы под сомнение ожидаемые доходы, рассчитанные на основании десятилетнего прогноза цен на товары. У инвесторов должно существовать мудрое правило: доверяй, но проверяй. Но в настоящее время акционеры могут проверять только то, что уже выявилось и стало фактом.

Финансовое сообщество в роли стража

Ранее, до пришествия капитализма менеджеров, возможно, ожидалось, что пустоту, возникшую в результате невыполнения многими советами и аудиторами обязанностей, заполнят занимавшиеся ценными бумагами аналитики – профессионалы. Но оказалось, что работающим на огромные брокерские фирмы и инвестиционные банки Уолл-стрит и представляющим интересы продавцов ценных бумаг аналитикам гораздо интереснее рекомендовать приобретение акций (такие рекомендации считались хорошими вестями), чем советовать продавать акции (совет продавать считался дурной вестью). Далее, во время горячки рынка захлестнул вал первоначальных публичных предложений маняще выгодных акций, многие из которых не имели очевидной внутренней стоимости. И давление на профессионалов, обслуживавших продавцов, многократно возросло. От них требовали давать вновь эмитированным акциям завышенную оценку. Аналитики задвинули в дальний угол свое образование и профессиональную

подготовку и стали действовать заодно с продавцами своих фирм, помогая не только продавать новые эмиссии акций и облигаций рядовым инвесторам, но и привлекать новые компании, которые намеревались стать публичными. Уолл-стрит была одним из главных участников и инициаторов финансовой аферы дня и в качестве ответственного стража, следящего за поведением корпораций, оказалась совершенно бесполезной.

Мы вправе были ожидать того, что покупатели поведут себя лучше. Ныне в гигантских финансовых учреждениях США неустанно трудятся примерно 75 тыс. специалистов по анализу ценных бумаг. Из них 62 тыс. носят звание «сертифицированных финансовых аналитиков». Но хотя их полномочия не предусматривают конфликтов, внутренне присущих сочетанию анализа ценных бумаг, инвестиционного банкинга и брокерского обслуживания в рамках одной фирмы, эти независимые аналитики явно поддались общему помрачению. Они забыли о своем образовании, профессиональной подготовке, о своем профессиональном скептицизме, независимости, ответственности и обязанностях, а нередко и о своей порядочности, признавая, если не способствуя и не потворствуя, финансовые мошенничества. Разумеется, когда в управляемые ими фонды хлынули деньги, «эксперты» получили хорошее вознаграждение за участие в мании.

Задним числом удивляет, что в сообществе управляющих финансами едва ли раздавались голоса тех, кто был встревожен происходившим. Действительно, у финансовых управляющих, как и многих других управляющих, по-видимому, появилась материальная заинтересованность в краткосрочном повышении цен на акции, а на эти цены огромное влияние оказывал факт достижения

компаниями – эмитентами квартальных доходов, соответствующих прогнозам, которые были даны Уолл-стрит. При этом люди, делавшие такие прогнозы, фактически игнорировали реальную стоимость компаний, их долгосрочную внутреннюю стоимость, измеряемую по большей части их фундаментальной способностью генерировать доходы и их балансами. Оскар Уайльд назвал циника «человеком, который всему знает цену и ничего не ценит». И это определение вполне может быть отнесено к нашим специалистам по анализу ценных бумаг. Точно так же, как институциональные собственники были участниками заговора счастливых, раздувавших цены на акции во время бума, они же возглавили заговор молчания счастливых во время обвала рынка.

Регуляторы и законодатели в роли стражей

На фронте регулирования и законодательства слуги американской общественности, которые при иных обстоятельствах смогли бы выполнить обязанности стражей, уступили давлению и ослабили существующие нормы регулирования стандартов бухгалтерской отчетности и раскрытия информации. Когда были выдвинуты предложения реформы (например, требование учитывать опционы на приобретение акций в расходах на вознаграждения или запретить бухгалтерам оказывать консалтинговые услуги фирмам, в которых они проводят аудиторские проверки), эти давно назревшие изменения были блокированы возмущенными американскими законодателями. Гнев законодателей вдохновляли (если так можно сказать) пожертвования корпоративной Америки и ее бухгалтеров на политические цели и яростные лоббистские действия этих групп. Слишком многие американские выборные лица отреклись от своих

обязанностей перед обществом в пользу корпораций, которые энергично отстаивали свое желание сохранить статус-кво и преуспели в этом потому, что на политической арене возобладало правило «игра должна быть оплачена».

Примером власти американских частных управляющих над слугами общества является способность лоббистов компаний убедить Конгресс отклонить предпринятую в 1993 г. Советом по стандартам финансовой отчетности попытку сделать обязательным включение в отчеты о расходах корпораций опционы. В июне 1993 г. сенатор Джозеф Либерман внес законопроект, осуждавший эту попытку. Конгресс принял законопроект подавляющим большинством голосов. Позднее Либерман внес еще один законопроект, суть которого сводилась к следующему: если Совет по стандартам финансовой отчетности осуществит свою инициативу по опционам, его исключат из дела. Совету пришлось отступить, что стало печальным примером вмешательства законодателей в решение проблем бухгалтерского учета.

Другой сходный случай имел место, когда Конгресс вынудил Комиссию по ценным бумагам и биржам отказаться от выдвинутого в 1998 г. предложения запретить одной и той же фирме оказывать одному клиенту и аудиторские, и консалтинговые услуги. Когда я давал в Комиссии по ценным бумагам и биржам показания по этому вопросу, мне предложили найти неопровержимое доказательство в виде данных, подтверждающих связь оказания консалтинговых услуг с несостоятельным аудитом. На это я мог только ответить: «Иногда статистика не может доказать то, что очевидно с точки зрения здравого смысла». В подтверждение этого всего два года

спустя стала разворачиваться серия бухгалтерских скандалов.

200 лет назад Томас Джефферсон сказал: «Надеюсь, мы в зародыше уничтожим аристократию наших финансовых корпораций, которые уже осмеливаются бросать вызов американскому правительству, тягаясь с ним силой и открыто пренебрегают законами нашей страны»⁴⁷. Недавняя эпоха капитализма менеджеров дает еще один пример последствий того, что американцы допустили господство «аристократии финансовых корпораций». Вместо того чтобы идти на риск открытого пренебрежения законами, американские финансовые корпорации пошли более безопасным путем блокирования корректирующего законодательства, нанося тем самым ущерб интересам своих акционеров.

Разумное управление: ответственность совета директоров

Из всех перечисленных стражей на передовой линии обороны должны находиться, разумеется, директора. Почему? Потому что обязанность директоров — обеспечивать хорошее, разумное управление вверенной им корпоративной собственностью. В средневековой Англии широко пользовались словом *stewardship*, которое имело религиозное значение: ответственное использование ресурсов религиозной общины на верное служение Господу. В светском мире корпоративной Америки это слово стало означать использование ресурсов компании в интересах верного служения собственникам. И все же слишком многие директора корпораций обрели огромную

⁴⁷ Цит. в книге: Raskin J. B. Corporate Citizenship // Los Angeles Times. 2003. August 24.

власть и огромные полномочия, не до конца понимая свои обязанности лица, действующего по доверенности. А обязанности эти состоят в обеспечении ответственного использования активов корпорации во имя верного служения собственникам корпорации.

Почему советы директоров перестали играть традиционную роль ответственных управляющих, до конца неясно. Но легко предположить, что в эпоху поразительного благоденствия и роста фондового рынка, когда и управляющие, и инвесторы уделяли слишком много внимания рыночным котировкам и недостаточно внимания корпоративным ценностям, директора ослабили бдительность. В конце концов, способность корпораций генерировать прибыль (или по меньшей мере видимая сторона этой способности) росла, а директора по большей части не осознавали усиливавшийся стговор дипломированных общественных бухгалтеров и аудиторов с управляющими компаний и ослабление надзора со стороны регулирующих органов.

Более того, огромные богатства, практически мгновенно накопленные создателями и лидерами новых компаний, занимающихся информационными технологиями, в процессе массовых первоначальных публичных предложений акций их компаний, оказали сильное давление в пользу того, чтобы позволить вознаграждениям генеральных директоров других компаний, занимающихся другими, менее сложными видами деятельности, сорваться с цепи. В советах директоров по-прежнему руководствуются лозунгом «Коллегиальность, а не разногласия», а управляющие контролировали информацию, которую предоставляли директорам, что еще более облегчало становившееся все более важным генеральным директорам дело формирования

повестки дня. Действительно, повышение значимости понятия старший управляющий, возникшего только в 50-х годах прошлого века, вполне может быть одним из факторов все большего почтения, с которым общество воспринимало старших корпоративных управляющих. Это почтение оправдывало и растущие вознаграждения этих должностных лиц⁴⁸.

По мере того как директора придавали управляющим практически неограниченную власть ставить свои личные интересы на первое место, и слово *stewardship*, и описываемая им концепция ушли из языка, на котором говорила корпоративная Америка. Управляющие принуждали своих подчиненных соучаствовать в финансовых махинациях. Например, около 60% корпоративных служащих сообщают, что стали свидетелями творившихся в их компаниях нарушений закона или политики компаний. Многие из этих правонарушений либо прошли незамеченными, либо встретили очень мягкую реакцию. Из 300 человек, сообщивших о правонарушениях, 207 были уволены в результате

⁴⁸ В 1986 г. я написал Уильяму Сэфайру, который вел в газете *New York Times* колонку «О языке», и предложил ему исследовать происхождения аббревиатуры CEO (генеральный директор). Перед этим я прочитал озадачившую меня статью о компании *Motorola*, из которой следовало, что хотя бывший генеральный директор компании Роберт Гэлвин отказался от титула генерального директора, он по-прежнему будет «руководить [в статье слово было выделено курсивом] компанией так, как делал это и прежде». В занимательной статье, озаглавленной «Хайль С.Е.О.» Сэфайр приписал мне (председателю и, как вы понимаете, генеральному директору *Vanguard Group*) умение «делегировать работу другим» (*Safire W. Nail to the C.E. O.//New York Times Magazine. 1986. September 28*).

своих сообщений. В такой среде этическая культура, являющаяся жизненно важной мерой профилактики, которая делает подобные бесчестные действия невыносимыми, постепенно приходит в упадок.

Если между управленцами и акционерами возможны конфликты, совет директоров обязан выступить в роли здравомыслящего посредника. И все же, несмотря на то, что во время Великого «бычьего» рынка многие советы не справились с задачей разумного управления, американское общество носится с советами директоров так, словно они представляют собой почти такую же достопримечательность, как и хваленые генеральные директора. Например, в конце 2000 г. журнал Chief Executive поведал нам, что «благодаря просвещенным старшим управляющим и директорам, которые добровольно пошли на множество [изменений], направленных на повышение эффективности работы советов директоров, экономическую систему Америки охватили впечатляющие улучшения корпоративного управления»⁴⁹. В частности, журнал расхваливал некую компанию «новой экономики». В этой компании «совет директоров напряженно работает над тем, чтобы компания соответствовала самым последним веяниям, а рабочие комитеты выполняют функциональные обязанности там, где требуется беспристрастный надзор». У этой компании четыре высших ценности – «коммуникации, уважение, совершенство и порядочность», открытая, честная и откровенная компания... «Мы продолжаем поднимать планку для всякого, потому что получаем в компании огромное удовольствие от

⁴⁹ Lear R. W., Yavitz B. Boards on Trial // Chief Executive. 2000. October. P. 40.

выяснения того, насколько хорошими мы можем быть в действительности»⁵⁰.

Так уж получилось, что теперь мы знаем, насколько хорошими в действительности могут быть эти люди. Компания, которая оказалась такой хорошей, что совет ее директоров был назван третьим из тысяч советов директоров американских корпораций в 2000 г., ныне обанкротилась. Хотя ее управляющие получили вознаграждения, исчисляемые миллиардами долларов, ее сотрудники лишились работы, а их пенсионные сбережения испарились. Название этой компании теперь стало в Америке именем нарицательным, обозначающим жадность, крайности и обман. Репутация компании разрушена и никогда уже не восстановится. Некоторые из старших управляющих этой компании сидят в тюрьме, других судят по обвинениям в неправомерных действиях. Конечно же, название этой компании Enron.

И все-таки совет директоров – высший орган управления корпорацией. Директора – доверенные управляющие, обязанные надзирать за сохранением и ростом компании в долгосрочной перспективе. Если за делами корпорации присматривают крупные собственники, другим акционерам корпорации не надо, вероятно, заниматься тем же делом. Даже в недавнее время общество продолжало доверять директорам, которые могли действовать должным образом и без вмешательства со стороны. Американцы рассчитывают на то, что директора выполняют свои обязанности. Но слишком многие директора не могут понять, что их высшая обязанность заключается не в представительстве интересов управляющих, а в представительстве интересов избравших их безгласных и обезличенных

⁵⁰ Enron 1999 Annual Report.

акционеров. Если угодно, директора оказались неспособными выполнить золотое правило любого директора: «Действуйте так, как если бы у корпорации, в которой вы служите, был единственный собственник, не принимающий участия в управлении, и сделайте все, что в ваших силах, для того, чтобы способствовать его долгосрочным интересам во всех возможных отношениях»⁵¹. Действительно, именно эти слова более 10 лет назад использовал Уоррен Баффет в своем годовом отчете Berkshire Hathaway. К несчастью, директора американских корпораций не смогли соответствовать этому стандарту.

Управление, измерения и последствия

Когда песня сирен о безмерных богатствах совращает управляющих, по большей части освобождая их от мысли о служении долговременным собственникам корпораций, управляющих легко соблазнить на усилия, направленные на повышение цен на акции. Если задачи по повышению доходов нереалистично высоки, а инвестиционное сообщество не терпит перерывов в постоянном ускорении роста, соблазн вести бизнес, руководствуясь количественными показателями (которые часто фальсифицированы), становится неодолимым. Для того чтобы выполнить поставленные количественные задачи, можно предпринять ряд долгосрочных инициатив: во-первых, надо сократить затраты, вслед за чем следует сокращение масштабов (искусно переименованное в «приведение к правильным масштабам»); во-вторых, приходится идти на нарушение финансовых стандартов; и, наконец,

⁵¹ Buffett WE. Chairman's Letter. Berkshire Hathaway 1993 Annual Report. 1994. March 1.

доходы становятся настолько иллюзорными и субъективными, что доверие к ним теряется. Слишком просто за всем этим следует тяжелый ущерб репутации корпорации и её бизнесу, что происходит прямо под носом традиционных стражей.

Короче говоря, эти стражи не смогли защитить американских корпоративных собственников от управляющих. Управляющие слишком легко формулируют будущее своих компаний в количественных категориях, а не в категориях внутренних стоимостей, корпоративного характера, эффективности, качества продукции, расходов — и комплекса подчиненных этим задачам внутренних целей. (Ныне у управленцев вошел в моду стандарт «шесть сигм», допускающий не более 3,4 отклонения на миллион операций.) Но бизнес сложен, конкурентная борьба очень остра, и если достижение стандартов, которые выбрали сами управляющие, оказывается невозможно, насильственное искажение самих этих стандартов становится вопросом времени. Когда критерии превращаются в цели, они часто становятся вредными и обречены на провал. Задачей управляющих должно быть не достижение абстрактных количественных прогнозов, а совершенствование работы и долгосрочных перспектив компаний. И эта задача должна быть выполнена с помощью энергичного и ясного руководства и строгих морально-этических рамок поведения сотрудников.

Правда состоит в том, что большинство критериев оценки бизнеса по природе своей внутренне краткосрочны. В долгосрочной перспективе успех компаний определяют более устойчивые факторы. Хотя эти факторы (характер, порядочность, энтузиазм, убежденность и страсть) нельзя измерить, они столь же важны для успеха

компаний, как и точные измерения. Главными инструментами реализации стратегии корпораций являются люди. При прочих равных условиях (которые, конечно, никогда не бывают равными) акционеры получают выгоду в том случае, если работники корпорации исполнены вдохновения, хорошо и правильно мотивированы, настроены на сотрудничество, трудолюбивы, порядочны и способны к творчеству.

Недавнее прошлое показало, что если честолюбивые старшие управляющие ставят очень высокие финансовые цели, они стремятся прежде всего достичь их, отодвигая ради этого на задний план признанные принципы бухгалтерского учета, здравость балансовых ведомостей и даже репутацию своих корпораций. Слишком часто все имеющиеся средства, хорошие или плохие, используют для оправдания целей. Когда готовность соглашаться с обманом и самообманом и принцип «раз все остальные делают это, сделаю и я» становятся образом действий управляющих компаний, в корпоративных стандартах начинает господствовать своего рода закон Грехема⁵², и нормальные методы управления вытесняются плохими.

Очевидно, что «управление посредством количественных методов и показателей» легко заводит слишком далеко. Фраза «если что-то можно измерить, этим можно управлять», ставшая известным успокаивающим средством среди

⁵² Закон, который якобы впервые был сформулирован управляющим английским монетным двором при Елизавете I Томасом Грехемом, утверждавшим, что деньги с завышенной стоимостью имеют свойство вытеснять деньги с заниженной стоимостью при одинаковой официальной номинальной стоимости одних и других, а «худшие» деньги вытесняют из обращения «лучшие» деньги.— Прим. перев.

консультантов по вопросам управления, насквозь ложна. Управление по измерениям пренебрегает десятками тысяч проявлений «закона непреднамеренных последствий», которые не замедлят проявиться. Вспоминаю, как читал откровения старшего управляющего, который клялся увеличить рост дивидендов с 6,15 до 10 долл. за акцию за 5 лет, что означало рост доходов более чем на 10% в год. Все было замечательно, но этот человек не сказал ни единого слова о том, как это будет сделано. Я не верю в то, что выдвижение такой точной, но абстрактной количественной цели служит долгосрочному благу акционеров, ибо человек, поставивший такую цель, затем будет соединять небо и землю для ее достижения. Действительно, более всего меня тревожит не то, что такие цели недостижимы, а то, что их достигнут. Ибо в неизбежно неопределенном мире компания может достичь поставленных целей только посредством манипулирования цифрами при помощи искажения и подлогов, а также подгонки всего, что движется (в том числе людей, которым приходится заниматься выполнением невыполнимого), под цель. Но какой ценой это делают?

Компании, которые в долгосрочной перспективе станут лидерами в своих отраслях, — это компании, которые делают повышение доходов не целью, но следствием своей эффективности. Только при такой стратегии производители товаров возносятся над любителями считать цифры и приносят стоимость, которой вправе ожидать собственники компаний.

Камень, ножницы, бумага

Американское общество уготовило и наказания за недавнюю финансовую оргию. Как

доказывают Майкл Дженсен и Джозеф Фуллер в пронизательной статье, опубликованной в Wall Street Journal, «цены на акции – не просто абстрактные цифры. [Они] воздействуют на природу стратегий, которые принимают компании, и, следовательно, на перспективы их успеха, на стоимость капитала компаний, на их способность получать кредиты и на их способность делать приобретения. Оценка, отключенная от фундаментальных реальностей бизнеса, может лишить инвесторов сбережений, а людям, гораздо менее виновным, чем старшие управляющие, стоять работы. Такая оценка может подорвать устойчивость и жизнеспособность поставщиков и сообществ»⁵³. Когда корпоративные управляющие, директора и аудиторы, аналитики, обслуживающие и продавцов, и покупателей, рассматривают бизнес как игру цифр, цену за это платит американское общество.

В современных, изменяемых цифрами условиях многие так называемые промышленные компании превратились в компании финансовые, в компании, которые занимаются расчетами, а не собственно работой. (Обратите внимание: старшим помощником генерального директора почти всегда является финансовый директор, что инвестиционное сообщество считает достоинством компании.) Приведу цитату из опубликованной в New York Times редакционной статьи Джеффри А. Сонненфелда, главы Института лидерства руководителей при Йельской школе управления, который пишет, что такие компании «часто являются серийными приобретателями других компаний. Они заключают ошеломляющее число

⁵³ Fuller J., Jensen M. C. Dare to Keep Your Stock Price Low // Wall Street Journal. 2001. December 31.

сделок, позволяющих легко скрыть отсутствие долгосрочного успеха в управлении»⁵⁴.

Как объясняет очерк в Times, конечный результат этой стратегии почти предreshen: «...их империи преувеличенных чисел могут быть очень быстро разрушены дисциплиной рынка». Такие компании, проницательно добавляет статья, «основывают свои стратегии не на понимании бизнеса, в который они вступают; они предполагают, что, выискивая хорошие сделки, они могут распределить свои финансовые ресурсы лучше, чем это делают существующие финансовые рынки»⁵⁵. (Я бы прибавил: одной из субъективных причин недавней волны слияний и поглощений была способность делать огромные списания, на которые участники рынка в основном не обращают внимания, и создавать тайные резервы, которые открываются по мановению руки управляющих для того, чтобы при необходимости раздуть будущие доходы.) Наблюдая за болезненными последствиями этих стратегий, мы понимаем, что справедливо противоположное: рынки намного мудрее управляющих.

Как мы знаем по старой детской игре, камень ломает ножницы, ножницы режут бумагу, а бумага оборачивает камень. В горячке, недавно охватившей фондовый рынок, по мере того, как цены утрачивали связь со стоимостью, в бумагу действительно был завернут камень. «Бумажные» компании, занимающиеся расчетами, смогли поглотить компании-«камни», которые действительно работали, и результаты оказались катастрофическими. Посмотрите, например, слияние

⁵⁴ Sonnenfeld J.A. Expanding Without Managing // New York Times. 2002. June 12.

⁵⁵ Ibid.

AOL и Time Warner, Qwest и Us. S. West, WorldCom и VCI или Vivendi и Seagrams – и вам станет ясно, что компании, названия которых в этих парах упомянуты первыми, были «бумажными», построенными на иллюзорной финансовой основе, а компании, упомянутые вторыми, были «скалами», построенными на основе реального бизнеса. И все же каждое из этих слияний стало наглядным примером трагического явления, в результате которого сотни тысяч преданных, давно работавших в своих компаниях сотрудников лишились работы и стали свидетелями того, как безжалостно сократили их пенсионные сбережения.

Почему корпоративная Америка пошла не тем путем

Корпоративная Америка пошла не тем путем главным образом потому, что наши стражи слишком долго допускали практически ничем не сдерживаемое усиление власти управляющих. Первые, кого надо винить в этом, – директора корпораций. Но ответственность с ними разделяют аудиторы, юристы, регуляторы, законодатели и инвесторы, которые издавна были стражами здравого управления. Они не смогли «присматривать за этими гениями», которым вверили ответственность за управление огромными американскими корпорациями. Нет особых сомнений в том, что современная корпорация стала инструментом, с помощью которого американское общество достигло уровня жизни, невиданного в истории. Но система управления, развивавшаяся за последние 100 лет, оказалась глубоко порочной, а ее изъяны отнюдь не невинны и безвредны. Без исправления системы управления корпорациями шансов на победу в битве за то, чтобы корпорациями управляли в интересах их долгосрочных собственников, почти нет. Если

директора корпораций не возглавляют наступление,
их место должны занять собственники. Все просто.

Глава 3. Как вернуть корпоративную Америку ее собственникам:

«Собственники всех стран, соединяйтесь!»

Первые две главы — моя попытка показать, во-первых, что в корпоративной Америке произошло что-то неладное и, во-вторых, что коренная причина этой беды заключается в возвышении капитализма, который дает управляющим преимущества за счет собственников. Последствия этой мутации американского капитализма существенно ослабили систему формирования капитала в США, и это зло должно быть исправлено. Но прежде чем переходить к политическим рекомендациям, направленным на исправление перечисленных изъянов, я хочу рассмотреть уже достигнутый прогресс.

Удивительно, но катализаторами реформы стали не глубокие проблемы стремительно растущих доходов управляющих, не фальсификация бухгалтерской отчетности, не распаленные ожидания, не императорский стиль жизни старших управляющих, не небрежное управление или чрезмерные спекуляции и даже не Великий «медвежий» рынок. Катализатором стали, пожалуй, бесчестные действия сравнительно немногочисленной группы отъявленных, наглых мерзавцев, в том числе людей, которых я выше назвал «гнилыми яблоками». Именно эти действия привлекли внимание общественности и спровоцировали мощную реакцию, которая, наконец, дала толчок к остро необходимым реформам.

Корпоративные скандалы, связанные с nepорядочностью генеральных директоров, сделали очевидным масштабы бесчестности тех, к кому мы относились как к управляющим, как к стражам

нашей системы, прежде всего директоров корпораций, на которых лежала прямая юридическая обязанность осуществлять надзор за деятельностью управленцев. Эти скандалы вызвали моментальную реакцию общественности, конгресса, Нью-Йоркской фондовой биржи и частных учреждений, вроде Конференции советов директоров по общественному доверию и частному предпринимательству. Все сразу же ринулись в бой. Для совершенствования стандартов корпоративного управления предприняты серьезные меры. В июле 2002 г., спустя всего 8 месяцев после того, как скандал с Enron привлек внимание всей Америки, Конгресс принял закон Сарбейнса–Оксли, который требует, чтобы старшие управляющие корпораций подтверждали правильность финансовых отчетов возглавляемых ими компаний. Кроме того, этот закон предполагает возвращение прибыли, полученной менеджерами от продажи акций компаний, впоследствии изменивших свою финансовую отчетность, и заменяет саморегулирование бухгалтеров и аудиторов новым Советом по надзору за отчетностью публичных компаний. Закон содержит и другие полезные положения, а также он предусматривает суровые наказания, в том числе крупные штрафы и уголовное преследование нарушителей.

Мелкие фирмы жалуются на расходы, связанные с соблюдением раздела 404 закона Сарбейнса–Оксли, и сомневаются в полезности этого раздела, требующего верификации систем внутреннего контроля. Возможно, какие-то части этого закона следует пересмотреть, особенно в том, что касается мелких фирм. Но под энергичным, этичным и даже придиричивым руководством первого председателя Совета по надзору за отчетностью публичных компаний Уильяма Дж. Макдона, который в прошлом

пользовался уважением общественности как президент Федерального резервного банка Нью-Йорка, стандарты аудита и достоверности финансовых отчетов, уже существенно усовершенствованные, определенно стали еще лучше.

В августе 2002 г. Нью-Йоркская фондовая биржа одобрила свод жестких правил корпоративного управления в компаниях, включенных в листинг-биржи, в том числе в большинстве крупных корпораций Америки. Эти правила предусматривают намного большую независимость директоров и новые стандарты деятельности аудиторских комитетов и комитетов по вознаграждениям. Эти правила предполагают даже введение должности ведущего директора, независимого от управления корпорации. (Впоследствии регулирующее подразделение Национальной ассоциации дилеров, работающих с ценными бумагами (NASD), одобрило корпоративные стандарты для компаний, акции которых торгуются на бирже NASDAQ). Эти стандарты приблизительно сопоставимы с правилами, установленными Нью-Йоркской фондовой биржей. В совокупности эти изменения по меньшей мере положили начало процессу разделения полномочий руководства и полномочий управления, что обеспечивает большую чуткость к интересам собственников.

Комиссия Конференции совета директоров по общественному доверию и частному предпринимательству

В сентябре 2002 г. после интенсивных исследований, продолжавшихся все лето, Конференция советов директоров первоклассных компаний по общественному доверию и частному предпринимательству сформулировала свои выводы и

дала рекомендации относительно вознаграждений управляющих. Спустя 3 месяца комиссия конференции опубликовала доклады о корпоративном управлении, аудите и отчетности. Я имел честь работать в этой комиссии, возглавляемой двумя председателями, Питером Дж. Питерсоном, бывшим министром торговли США, и Джоном У. Сноу, председателем CSX Corporation (позднее назначенным министром финансов). Расследования комиссии охватили широкую сферу деловой деятельности, и комиссия внесла около 75 рекомендаций, направленных на восстановление общественного доверия к бизнесу. Назову наиболее важные из них.

- О вознаграждениях управляющих: необходимо шире использовать вознаграждения, размер которых зависит от эффективности компаний, а долгосрочным достижениям следует отдавать предпочтение перед краткосрочными успехами. Все виды опционов на акции следует учитывать как расходы корпораций, четко оговаривая, что опционы на покупку акций по фиксированной цене не являются бесплатными.
- О корпоративном управлении: назначающий/руководящий комитет должен быть независим от управляющих; необходимо установить кодексы этики управляющих и обеспечить соблюдение этих кодексов; роли управляющих (генеральных директоров) и собственников (лиц, либо занимающих независимое место в совете директоров, либо являющихся ведущими директорами) следует разделить.
- О стандартах отчетности: необходимо еще более усилить аудиторские комитеты и смену аудиторов. Остающаяся «большая четверка» бухгалтерских фирм (ныне известная как

«финальная четверка») должна сосредоточить усилия на качестве аудита, изучить возможности перехода со стандартов аудита, основанных на правилах, к стандартам, основанным на принципах, и ликвидировать все консалтинговые и налоговые услуги, оказание которых требует перехода аудиторов на позицию защиты клиентов, особенно тех, кто предоставляет управляющим фантастические налоговые убежища, изобретенные для обхода закона⁵⁶.

Все эти предложения здравы. По моему мнению, ни одно из них не является чрезмерным. Примечание: будучи единственным членом комиссии, сделавшим карьеру в управлении деньгами других людей, я помог другим членам комиссии сосредоточиться на неудачной роли, которую сыграли институциональные инвесторы в развале общественного доверия к американской системе частного предпринимательства. Все члены комиссии согласились с энергичными рекомендациями, сделанными в докладе, который направлен на смещение внимания корпоративных управляющих и инвестиционной политики на долгосрочное инвестирование, а не на краткосрочные спекуляции.

Семь политических рекомендаций

Федеральное законодательство, правила фондовой биржи и даже рекомендации общественных комиссий, сколь угодно выдающихся, могут лишь привести к необходимой реформе. Изменения в процессе управления и руководства хотя и

⁵⁶ Доклад Комиссии; см.: <http://www.conference-board.org/knowledge/governCommission.cfm>.

совершенно необходимы, но недостаточны для того, чтобы мы оказались там, куда нам следует стремиться. Надо изменить поведение людей, говоря точнее, поведение наших корпоративных управляющих, директоров и собственников компаний, которые должны, наконец, объединиться ради достижения необходимой реформы. Изложенные ниже семь политических рекомендаций разработаны для того, чтобы помочь достижению этой цели.

1. Поощрение корпоративного гражданства. Для того чтобы менеджеры и директора стали более чутко реагировать на нужды собственников, акционеры должны вести себя как ответственные граждане своих корпораций, разумно голосовать доверенными им голосами и конструктивно сообщать свои мнения корпоративным управляющим. В 2003 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам издала требование, предписывавшее паевым инвестиционным фондам раскрыть перед собственниками фондов то, как фонды голосовали по доверенностям своих собственников. Разумеется, такое голосование всегда должно отвечать интересам собственников, а не интересам менеджеров. Это требование — давно назревший первый шаг к повышению мотивации финансовых посредников к участию в делах руководства.

Фонды как отрасль затягивали выполнение этого требования, отбивались от него и визжали, но не раскрывали подробностей голосований по доверенности. Действительно, в декабре 2002 г., будучи глубоко озабоченным сопротивлением отрасли предложению Комиссии по ценным бумагам и биржам, я написал статью, которую New York Times опубликовала рядом с передовой статьей. В этом материале я выдвинул аргументы в пользу предложения Комиссии по ценным бумагам и биржам

и в частности сказал: «Управляющие фондами — агенты, а принципалами являются акционеры фондов... Акционеры владеют акциями как собственники, отказ предоставить им информацию [о том, как фонды голосовали по доверенности акционеров] поставил бы здравые представления об отношениях агента с принципалом с ног на голову... Вследствие своего долгого отказа от участия в решении вопросов руководства и своего апатичного отношения к этим вопросам фонды несут немалую долю ответственности за провалы в корпоративном управлении и в надзоре за отчетностью, которые стали важными факторами в создании недавней рыночной горячки... Если собственники американских корпораций не заботятся об управлении и руководстве, кто же еще возьмет на себя эту ответственность?»⁵⁷

Сколь бы логичными ни были эти слова, в январе 2003 г., через месяц после выхода моей статьи, два лидера отрасли дали мне отповедь. В статье, опубликованной в Wall Street Journal рядом с передовицей, Эдвард К. Джонсон-III, глава Fidelity, и Джон Бреннан, мой преемник на посту главы Vanguard, даже не пытались опровергнуть сформулированный мной очевидный принцип. (Когда две фирмы, явно конкурирующие друг с другом, объединяются для того, чтобы отбиваться от регулирования, это подтверждает пословицу «в политике бывают странные друзья».) Вместо того чтобы опровергать принципиальный вопрос, Джонсон и Бреннан утверждали, что обнародование результатов голосований «политизировало бы голосование по доверенности... Раскрытие результатов

⁵⁷ Bogle J. Mutual Fund Secrecy//New York Time. 2002. December 14.

голосования по решениям, принимаемым в инвестиционных фондах, приведет к завуалированному запугиванию управляющих группами активистов». Удивительно, но они предложили Комиссии по ценным бумагам и биржам осуществлять надзор за голосованием в фондах и выдвинули рекомендацию возложить ответственность за изучение результатов голосований управляющих фондами на регуляторов. По мнению Джонсона и Бреннана, такая мера должна гарантировать голосование управляющих фондами «в соответствии с принципами, стандартами и указаниями компаний»⁵⁸.

Еще через 3 месяца Комиссия по ценным бумагам и биржам издала приказ о том, что ее предложение вводится в действие с 31 августа 2004 г. С тех пор мы стали свидетелями резкой активизации участия фондов в процессе голосования по доверенности, который, по меньшей мере пока, не сопровождался сколько-нибудь заметной «политизацией». Действительно, в опубликованном осенью 2004 г. докладе АФТ-КПП отмечено, что управляющие 7 из 10 управляющих крупнейшими фондами голосовали за большинство внесенных акционерами предложений, которые были направлены на ограничения чрезмерных вознаграждений управляющих⁵⁹. (Я с удовлетворением отмечаю, что в этом рейтинге Vanguard занял почтенное второе место.) Фонды определенно стали более активными и теперь часто голосуют против чрезмерной эмиссии опционов, отказывают в голосах при голосовании за

⁵⁸ Brennan J.J., Johnson E. C. 3rd. No Disclosure: The Feeling Is Mutual//Wall Street Journal. 2003. January 14.

⁵⁹ AFL – CIO Office of Investment. Behind the Curtain. 2004. September.

директоров, участвующих в конфликтных ситуациях в бизнесе, и выражают собственное мнение по другим вопросам корпоративной политики.

Но мотивы — лишь половина проблемы. Нашим финансовым посредникам необходимы возможности для действия. Им необходим доступ к протоколам голосований по доверенности, доступ, который позволит им выдвигать именно по доверенности и кандидатов в директора, и предложения, касающиеся корпоративного поведения, включая вопросы вознаграждений должностных лиц.

В последние годы Комиссия по ценным бумагам и биржам предоставила акционерам, желающим вносить такие предложения⁶⁰, больший доступ к возможностям сделать это. Однако не может не беспокоить принятое Комиссией в 2004 г. решение, которое разрешает корпорациям отвергать внесенные акционерами ряда компаний предложения относительно права акционеров путем голосования по доверенности выдвигать собственных кандидатов. (Ранее Комиссия фактически отказала компании Walt Disney в праве исключать подобные предложения, но позднее изменила свою позицию по данному вопросу.) Акционерам по-прежнему практически невозможно выдвинуть собственных кандидатов в директора, и даже тот слабый доступ делегирующих свое право голоса другим акционерам, который предусматривало предложение, сделанное комиссией в конце 2003 г., теперь, по-видимому, вряд ли получит одобрение. И все же очевидно, что корень недавно обозначившихся проблем управления и руководства заключается в изоляции директоров от акционеров. Подробнее

⁶⁰ Комиссия разрешает корпорациям исключать из вопросов, выносимых на голосование по доверенности, любые предложения, имеющие, как считается, отношение к «обычному бизнесу» корпорации.

данный вопрос будет рассмотрен в конце этой главы.

2. Четкое отделение собственности от управления.

Необходимо признать существование четкой линии, разделяющей руководство (ответственность руководящих органов компании) и управление (ответственность лиц, управляющих деятельностью компании). Такую линию называют разделением властей. Данный принцип требует, чтобы советы состояли по большей части из подлинно независимых директоров, которые не работают и не работали в данной компании по найму, не имеют и не имели деловых отношений с данной компанией. Члены советов директоров, занимающиеся утверждением безоговорочного приоритета интересов собственников – акционеров, должны быть независимы духом, как бы трудно ни было измерить и определить такую независимость.

Говоря попросту, хотя генеральный директор должен быть боссом предприятия, боссом совета директоров должен быть независимый председатель совета. Кроме того, директорам следует больше полагаться на внешних консультантов и советников, которые обеспечивают директоров независимой информацией, свободной от пристрастий управляющих, особенно в вопросах вознаграждений и отчетности, а также в серьезных вопросах политики. Такое движение может привести к формированию небольшой группы, подотчетной совету директоров и занимающейся сбором, распространением и отслеживанием необходимой совету информации. Это будет способствовать дальнейшим реформам управления советами директоров и прояснению того факта, что роль старших должностных лиц состоит в управлении собственностью в интересах ее законных

владельцев, а роль директоров заключается в сохранении собственности законных владельцев⁶¹.

3. Наведение порядка с опционами на акции.

Очевидно, что в той мере, в какой управляющие обладают существенными и постоянными долями собственности в управляемых ими компаниях, управление и собственность тесно связаны (как, например, в публичных компаниях; представители семей, основавших эти компании, продолжают сохранять в них существенные доли собственности). Таким образом, следует побуждать управляющих к приобретению и сохранению крупных пакетов акций компаний, которыми они управляют. Говоря языком экономистов, нам надо привести поведение агентов в соответствие с интересами доверителей.

Хотя наращивание пакетов акций, принадлежащих управляющим, — вполне достойная цель, способы ее достижения не должны ущемлять интересы других собственников, которые, приобретая акции по текущим рыночным ценам, приняли на себя сопряженные с собственностью риски. Таким образом, директорам следует тщательно изучить разводнение вследствие эмиссии дополнительных опционов, а также совокупное разводнение в результате ранее эмитированных опционов. Директорам следует решать эти вопросы с учетом конкретных обстоятельств, существующих в их компаниях. Довод «все делают это» едва ли может быть здоровой причиной предоставления

⁶¹ Отличный обзор необходимых мер см.: Newquist S. C. Putting Investors First: Real Solutions for Better Corporate Governance. New York: Bloomberg Press, 2003, особенно гл. 6, 7 и 8. Я написал предисловие к этой книге.

управляющим чрезмерных долей корпоративной собственности по сниженным ценам.

Наконец, расходы по опционам должны быть учтены как расходы. Опционы никогда не бывают «бесплатными», и учет связанных с ними расходов поможет комитетам по вознаграждениям рассматривать величину разводнения долей собственности в результате эмиссии опционов. Хотя бизнес продолжает наращивать мощное лоббистское давление на конгресс, суды и даже на Комиссию по ценным бумагам и биржам, добиваясь отказа от окончательного одобрения выдвинутого Советом по стандартам финансовой отчетности требования включать стоимость опционов на приобретение акций по фиксированным ценам в расходы корпораций, очевидно, что здравые принципы бухгалтерского учета требуют, чтобы такие опционы подлежали тому же режиму налогообложения, что и другие виды основанных на акциях вознаграждений. Разумеется, с точки зрения тех же принципов опционы должны быть отражены в финансовой отчетности корпораций как расходы.

Директорам и собственникам не следует попадаться в ловушку и вознаграждать управляющих опционами в традиционной форме, а акционерам не следует утверждать такие решения. Даже если опционы на приобретение акций по фиксированным ценам отражены в отчетности как расходы, как инструменты, отражающие долговременную внутреннюю стоимость корпораций, они остаются глубоко дефектными. Хотя ожидается, что отчетность будет скорректирована в результате занесения всех опционов в расходы, самое время обратиться к другим, более совершенным формам вознаграждения управляющих за более существенные достижения, нежели моментальное искусственное

повышение цен на акции, — к опционам, цены на которые учитывают дивиденды и которые приведены в соответствие со стоимостью капитала; к опционам, которые индексируют котировки акций по отношению к котировкам акций других сопоставимых компаний и/или по отношению к конъюнктуре фондового рынка, к опционам, которыми вознаграждают управляющих за увеличение долгосрочной стоимости корпораций.

Далее, опционы следует эмитировать на долгосрочной основе, чтобы создать еще больше препятствий для тех усилий управляющих, которые ориентированы исключительно на краткосрочные результаты, и ввести условие, требующее, чтобы управляющие в течение срока своей работы в компании (а возможно, и в течение определенного времени после ухода из компании) держали определенное количество ее акций. Следует также ввести условие возврата прибылей компаниям, которые задним числом изменяют свою финансовую отчетность. (Однажды я спросил одного генерального директора, требует ли его компания, чтобы он в течение какого-то времени держал пакет приобретенных по опционам акций. И получил ответ: «Да с чего бы кому-то захотелось делать такое?») Конечно, крупные пакеты акций, принадлежащие управляющим, способствуют гармонизации интересов управляющих и собственников, но акции необходимо приобретать на условиях, справедливых и для собственников, и для управляющих, а владение пакетами акций должно продолжаться в течение срока пребывания управляющего на должности и даже дольше. Советы директоров, считающие своим долгом и обязанностью ставить интересы собственников выше интересов управляющих, должны тщательно разобраться в этой проблеме.

4. Сделать основой для расчета вознаграждений эффективность компании, а не показатели сопоставимых компаний. В последнее время опционы на приобретение акций стали основным каналом чрезмерного раздувания вознаграждений управляющих. Но разработать решения можно только в том случае, если мы разберемся в общей величине вознаграждений, в их структуре и в принципе их формирования. Система вознаграждений построена не на принципе «оплата в зависимости от эффективности», а на принципе «сравнения показателей компании с показателями других сопоставимых компаний», что приводит к ежегодному повышению вознаграждений. Постоянно разворачивается настоящий порочный круг: услужливые советы директоров любезно продвигают своих находящихся внизу корпоративной структуры управленцев на более высокие ступени иерархической лестницы, что становится причиной того, что другие управленцы оказываются на более низких ступенях корпоративной иерархии. В докладах комитетам по вознаграждениям консультанты по вознаграждениям вынуждены полагаться на место управленцев в корпоративной иерархии. Именно это положение консультанты сравнивают с положением аналогичных управленцев в других компаниях и с общими вознаграждениями, которые выплачивают этим лицам в других компаниях. А эти вознаграждения состоят из жалованья, краткосрочных (бонусов) и долгосрочных стимулов (акций). Но расчеты, основанные на компенсации управленцев, занимающих аналогичные должности в сопоставимых компаниях, и не учитывающие эффективность корпораций, как раз и являются корнем всех бед корпоративной Америки. Консультантам следует

оценивать эффективность работы управляющих конкретной фирмы, сравнивая эффективность этой фирмы с эффективностью вполне определенного круга компаний. При таком методе расчетов максимальные стимулы будут получать только управляющие, демонстрирующие максимальную эффективность. Управляющие, которые работают средненько, получают средние вознаграждения. А для того чтобы слово стимул имело сколько-нибудь весомое значение, все управляющие, эффективность работы которых ниже среднего, вовсе не получают материальных стимулов.

Разумеется, измерение эффективности корпорации – дело сложное, а результаты таких измерений и оценок в известной мере произвольны. Но какое-то здоровое измерение лучше полного отсутствия измерений. И такое измерение должно быть связано не с постоянно изменяющимися котировками акций, а с корпоративной стоимостью – денежными потоками, генерированием дивидендов, нормой прибыли на капитал корпорации, причем все эти показатели необходимо сравнить с аналогичными показателями сопоставимых компаний и американской промышленности в целом. Установление стандартов и обращение к сотрудникам с призывом руководствоваться этими стандартами при оценке результатов деятельности – вот дело, которым должны заниматься генеральные директора и старшие управляющие. Но смею ли я сказать, что эти люди – тоже наемные работники корпорации? Не требую ли я слишком многого, когда призываю директоров при оценке результатов деятельности генеральных директоров делать то же, что они делают, когда уравнивают вознаграждение старших управляющих своих компаний с вознаграждениями, которые получают старшие управляющие сопоставимых компаний?

Стандарты или критерии оценки эффективности работы старших управляющих следует предоставлять, причем не от случая к случаю, а постоянно, акционерам, за которых голосуют доверенные лица. Собственники имеют право на определенную гарантию того, что оплата по результатам труда – не просто абстрактный руководящий принцип; этот принцип действует в реальности.

5. Возвращение к долгосрочной перспективе.

Собственники и управляющие должны объединиться в борьбе за возвращение долгосрочной корпоративной стратегии. Корпоративная информация также должна быть сосредоточена на долгосрочных финансовых целях, долгосрочных денежных потоках, внутренней стоимости компании и успехах в разработке направления развития корпорации. Задачи по достижению показателей квартальных доходов, смертельно опасные, но по-прежнему вездесущие, следует ликвидировать и заменить квартальными отчетами, в которых будут приведены не только результаты деятельности компании и ее финансовые результаты.

В таких отчетах должны быть приведены данные о важных изменениях долгосрочного бизнес-плана, неожиданных изменениях расходов, объемов бизнеса и доли рынка, контролируемой компанией, и т.д.

Хотя вся эта информация должна быть раскрыта перед общественностью, наиболее тщательно ее должны изучать профессиональные аналитики и финансовые управляющие. Таким образом, обычной практикой должны стать открытые видеозаписи встреч управляющих с этими экспертами (кроме того, общественности должны быть предоставлены расшифровки стенограмм этих

встреч). Старые акционеры вступают в откровенное общение с управляющими, скорее сотрудничая, а не вступая с ними в конфронтации, рассказывают о том, чего они ожидают от своих инвестиций, в том числе об ожидаемых дивидендах. Такие акционеры будут играть важную роль в восстановлении капитализма собственников. Этому процессу могут способствовать и управляющие, если они откажутся от чрезмерного оптимизма в пресс-релизах, игнорирующих негативные события отчетного периода, и от отчетов о доходах, соответствующих заранее предсказанным.

6. Прозрачность и открытость отчетности.

Учитывая огромную свободу действий, которую предоставляют бухгалтерам и аудиторам общепринятые принципы бухгалтерского учета, собственники должны требовать полного раскрытия последствий важных решений о политике ведения отчетности, а управляющие должны обеспечивать такое раскрытие. Действительно, от корпораций, возможно, следует требовать два типа отчетов о доходах: отчеты, составленные на «максимально агрессивной основе» (предположительно, именно такие отчеты и дают корпорации ныне), и отчеты, составленные на «максимально консервативной основе». Действительно, а почему не сообщать в отчетах о диапазоне, в котором колеблются доходы, с объяснением причин различий? И пусть инвесторы решают, имеют различия значение или нет.

Хотя ожидания столь жесткой политики, возможно, чрезмерны, серьезная работа по совершенствованию отчетов о финансовых результатах и повышению точности таких отчетов

уже началась. Например, в книге «Важны доходы»⁶² приведены два взаимодополняющих отчета о доходах. Один из них автор, Хьюитт Хейсерман, называет предпринимательским (в нем доходы компании представлены в сравнении с ее совокупным собственным капиталом), другой – оборонительным (в нем показано, в какой мере компания зависит от внешних источников финансирования). Оба документа дополняют отчет, составленный в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета. А зачем нам три отчета о доходах? Для людей, помнящих правило «семь раз отмерь, один раз отрежь», тройное измерение – еще один способ повысить способность акционеров понять финансовые отчеты корпораций.

Еще одним совершенствованием стало бы введение требования о том, чтобы корпорации обнародовали свои отчеты об уплате федеральных налогов, возможно, обобщая их в годовых отчетах. (Собственники более чем 1% акций корпорации уже имеют право изучать отчеты корпорации об уплате федеральных налогов.) Хорошо известно, что доходы, о которых корпорации отчитываются перед Налоговым управлением США, почти всегда меньше доходов, о которых отчитываются перед акционерами, и понимание этих различий крайне важно для компетентного анализа. Интересно, что информация об уплате налогов образует основу агрегированного дохода корпораций, о котором те сообщают в Министерство торговли США. Оно обнаружило, что корпорации систематически «искажают данные о доходах, с которых уплачивают налоги». Данные министерства скорректированы на сумму этого «занижения доходов». По последним

⁶² Heiserman H. It's Earning That Counts. New York: McGraw – Hill, 2004. P. XXVII.

опубликованным данным, только за 1996 – 2001 гг. это занижение составило 772 млрд долл.⁶³

Со временем Америка должна разработать комплекс общих принципов отчетности о доходах и представления балансов. Американцам также необходимо установить жесткие стандарты полного раскрытия финансовых данных, и этот стандарт должен выходить далеко за пределы простого соблюдения правил бухгалтерского учета. Корпоративные бухгалтерские книги и их содержание, а также данные об уплате корпоративных налогов должны стать открытыми для всех заинтересованных сторон, включая, разумеется, миллионы акционеров, которые являются собственниками корпораций либо непосредственно, либо через инвестиционные и пенсионные фонды, точно такими же собственниками, каким был бы единственный собственник корпорации.

Американцам также необходимо укреплять становой хребет аудиторских фирм, которые должны обладать способностью противостоять управленцам, норовящим всучить аудиторам конверт для того, чтобы получить отчет о самых лучших из возможных результатов. Теперь, когда круг аудиторских фирм, у которых можно получать заключения о точности финансовых отчетов, сузился до так называемой последней четверки, власть в отношениях, в которых традиционно доминировал клиент, может постепенно перераспределяться в пользу не клиента, а аудитора.

Одной из трагедий последних лет стало решение министерства юстиции США предъявить

⁶³ U.S.Department of Commerce's Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts. Table 7.16.

обвинение всей фирме Arthur Andersen, являвшейся «пятым аудитором». Эта фирма порвала со своим богатым наследием принципиального поведения. Группа, возглавляемая Полом Волкером (я был членом этой группы), была готова вмешаться в дело, предоставить этой фирме истинно независимых директоров и учредить «золотой стандарт» бухгалтерской практики. Но по требованию министерства юстиции клиенты бросились врассыпную, и фирма Arthur Andersen (а вместе с ней и прогрессивная идея) погибла.

Тем не менее истинная независимость — то направление, в котором необходимо двигать управление бухгалтерскими и аудиторскими фирмами. Аудиторы должны предоставлять одному клиенту исключительно аудиторские (и ни в коем случае не консалтинговые) услуги. В условиях, когда стабильность отношений между аудитором и клиентом имеет жизненное значение для доверия инвесторов, аудиторам нужна особая смекалка (и, возможно, постоянная угроза исков со стороны акционеров) для сохранения принципиальности. Стимулированию этого процесса может способствовать Совет по надзору за отчетностью публичных компаний.

7. Формирование нового образа мышления советов директоров. Утверждение нового образа мышления у директоров корпораций столь же важно, как и создание более эффективной структуры советов директоров. Управление, основанное на правилах, слишком легко может вырождаться в снижающее эффективность управления «мышление по списку контрольных показателей», поэтому необходимо идти дальше по пути изменения климата в управлении и руководстве корпораций. На заседаниях советов директоров должен развиваться

дух подлинной интеллектуальной независимости (в определенной мере достигаемой даже на счет коллегальности), что должно сопровождаться соответствующим снижением группового мышления и господства старших управляющих.

Как указывает журналист Джеймс Шуровьески, необходимо признать, что особое мнение, неконформизм, не означает распрей, и даже информированные и просвещенные люди могут прийти к разумному коллективному решению, несмотря на разногласия. Шуровьески цитирует мудрые и смелые слова Альфреда Слоуна, руководившего General Motors с 1923 по 1956 г. Когда совет директоров GM единогласно одобрил резолюцию поддержки одного из выдвинутых им предложений, Слоун сказал: «Джентльмены, как я понимаю, все мы совершенно согласны с решением. Но я предлагаю отложить продолжение обсуждения... для того, чтобы у нас было время подумать о разногласиях и, возможно, для некоторого понимания сути принятого решения»⁶⁴. В этом анекдоте заключается поразительное проникновение в механизмы подлинно эффективного корпоративного руководства.

Простых ответов нет

Никто не станет утверждать, что описанные выше меры будут осуществлены легко и просто или что эти меры положат конец всеобъемлющим и глубоким конфликтам, ныне существующим между управленцами и собственниками. Марк Дж. Ро из Гарвардской школы права в недавно опубликованной статье раскрывает суть дела: «Одна из основных причин нестабильности корпоративного управления

⁶⁴ Цит. по: Surowiecki J. Board Stiffs// - "The New Yorker. 2004. March 8. P. 30.

в Америке — отделение собственности от управления: собственность принадлежит далеким и разрозненным акционерам, а сосредоточенное управление принадлежит управляющим, что порождает серьезные, повторяющиеся сбои... Одним структурным ответом могло бы стать укрепление охранительной функции сильных советов директоров, которые контролируют управляющих, через активных акционеров, стремящихся к прибыльности, и через энергичных независимых бухгалтеров, подтверждающих правильность формализованных „отчетов" управляющих... Непосредственно стоящую пред нами проблему можно решить и двинуться дальше, [но] возникнут новые проблемы. Мы кое — как доводим дело до конца, но не решаем проблемы потому, что не можем их решить»⁶⁵.

По мере того как мы кое-как решаем текущие проблемы, для того чтобы капитализм процветал, необходимо вести серьезный поиск наилучших средств примирения интересов управляющих и интересов собственников. Упорное продвижение в направлении, вкратце описанном в семи приведенных выше рекомендациях, поможет этому поиску. Хотя собственники американских корпораций традиционно полагаются на корпоративных директоров, ожидая от них гарантий соблюдения интересов собственников, настоящая реформа управления получит ускорение только в том случае, если акционеры, особенно крупные американские институциональные инвесторы, признают существование непосредственной взаимосвязи здорового корпоративного управления

⁶⁵ Roe M. J. The Inevitable Instability of American Corporate Governance? // OXva Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper. 2004. September. No. 492. Abstract.

и эффективности деятельности корпораций и, соответственно, станут выполнять обязанности собственников.

Здравый смысл подсказывает, что такая взаимосвязь существует. Этому вопросу посвящено одно из исследований, опубликованных в 2003 г. Хотя некоторые работы подтверждают выводы упомянутого исследования (а другие работы противоречат им), исследование демонстрирует, что утверждение о взаимосвязи по меньшей мере заслуживает внимания. Результаты исследования обобщены во врезке с примером 3.1.

ПРИМЕР 3.1

Диктатура, демократия и эффективность корпораций

Используя ту же аналогию, что я использовал в главе 2, в недавней публикации Гарвардского университета и Уортонской школы бизнеса, озаглавленной «Корпоративное управление и цены на акции», приведены результаты исследования управления и эффективности установленных в корпорациях «диктаторских» режимов управления в сравнении с эффективностью корпораций, управляемых «демократически».

«Корпорации — это республики. Власть в этих республиках в конечном счете принадлежит избирателям (акционерам). Эти избиратели избирают представителей (директоров), которые делегируют право выносить большинство решений бюрократам (управляющим)... Одна крайность складывающихся в корпорациях режимов управления склоняется к демократии, при которой управленцам оставляют мало власти, а акционеры могут легко и быстро менять директоров. Другая крайность клонится к диктатуре, которая предоставляет управляющим огромную власть и налагает жесткие

ограничения на возможность акционеров заменять директоров»⁶⁶.

В статье рассматриваются отношение между финансовой эффективностью корпораций, в 1990-х гг. сравнительно жестко ограничивавших права акционеров, и финансовой эффективностью корпораций со сравнительно либеральными режимами охраны руководства. Исследователи провели обзор 28 положений об управлении, включая положения о классификации советов директоров, планах вознаграждений, «золотых парашютах», гарантиях возмещения убытков и ответственности должностных лиц, голосованиях акционеров путем сложения голосов по акциям, сверхквалифицированном большинстве, запрещении перекупки акций по цене ниже рыночной, пособиях при выходе управляющих на пенсию и, конечно же, защите компаний от поглощения. 1500 компаний были ранжированы по степени власти управляющих и мере свободы осуществления прав акционеров. В результате этого ранжирования был построен индекс управления, состоящий из 10 децилей.

10% фирм, в которых управляющие обладают минимальными правами, а акционеры — максимальными, названы «демократическим портфелем», 10% фирм, в которых наблюдается противоположная картина, названы «диктаторским портфелем». В числе крупнейших компаний, входящих в «демократический портфель», — IBM, Wal-Mart, DuPont, American International Group и Berkshire Hathaway. Оценки управления в этих компаниях колеблются от 2 до 5 баллов. (Низкие баллы означают меньшую власть управляющих и

⁶⁶ Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices //Quarterly Journal of Economics. 2003. February. Vol.118. ML

большие права акционеров, и наоборот.) В числе крупнейших компаний из «диктаторского портфеля» – GTE, Waste Management, Limited, Kmart и Time Warner, получившие баллы в интервале от 14 до 16.

Воздать должное этому сложному, эпохальному исследованию в нескольких словах, не прибегая к специальной терминологии, трудно. Хотя абсолютные количественные различия представляются незначительными, последствия этих различий значительны и важны. Во-первых, более низкие баллы означают высокое значение коэффициента Тобина (q) – инструмента оценки, отражающего отношение рыночной стоимости акций к балансовой стоимости акций компании показателя, которым широко пользуются в анализе финансовой деятельности. В сущности, каждый пункт сокращения в построенном авторами исследования индексе приводит к повышению коэффициента Тобина (q) на 11,4%.

Во – вторых (и это более важно, особенно в эпоху, когда человеческий капитал часто считают важнее балансовой стоимости), совокупные доходы на акции компаний из «демократического портфеля» в 1990-х гг. превосходили доходы на акции компаний из «диктаторского портфеля» на 8,5% в год. Это поистине ошеломительный разрыв. Взятый с учетом сложного процента, этот разрыв за десятилетие составил различие между великолепными инвестиционными достижениями и жуткими провалами инвестиционной деятельности.

*Крупнейшие компании, входящие в
«демократический» и «диктаторский портфели»*

«Демократический портфель»		«Диктаторский портфель»	
компании	баллы	компании	баллы

IBM	5	GTE	14
Wal-Mart	5	Waste Management	15
DuPont	5	General Re	14
Pepsico	4	Limited Inc.	14
AIG	5	NCR	14
Southern Co.	5	Kmart	14
Hewlett Packard	5	United Telecom	14
Berkshire Hathaway	3	Time Warner	14
Comm. Edison	4	Rorer	16
Texas Utilities	2	Woolworth	14

источник: Corporate Governance and Equity Prices//
The Quarterly Journal of Economics. 2003.
February.

Существует явная связь между более высокими доходами на акции и культурами корпораций, в которых уважают права акционеров и которыми руководят управляющие, достаточно уверенные в своих силах и способностях для того, чтобы считать: хорошие результаты деятельности – лучшая защита от поглощений. Кроме того, худшие доходы на акции ассоциируются с плохо работающими компаниями, которые, возможно, более склонны отгораживаться от честных, независимых мнений. Другими словами, компании, которым есть что скрывать, могут пытаться сделать именно это. Хотя авторы исследования не утверждают, что обнаруженная ими взаимозависимость управления и эффективности непременно имеет причинно-следственный характер, они приходят к выводу о том, что «долгосрочные выгоды упразднения [ограничивающих] положений были бы огромными». Несмотря на то, что ученые нашли в этом исследовании изъяны, другие равно всеобъемлющие и независимые научные исследования, а также другие аналитические работы подтверждают выводы исследования, на которое я в данном случае ссылаюсь. Если инвесторы сосредоточатся на устранении положений, ущемляющих традиционные

права акционеров⁶⁷, они хорошо послужат собственным интересам.

Призыв к корпоративной демократии

Все более очевидно, что проблема корпоративной Америки заключается не только в том, что слишком многие корпоративные управляющие и директора утвердились на позициях огромной власти и авторитета, не понимая должным образом лежащие на них обязанности доверенных лиц. Одновременно слишком многие институциональные посредники не смогли заставить управленцев осознать возложенную на них обязанность и настоять на том, что управленцы должны служить интересам акционеров. Американские акционеры, кажется, не слишком-то заботятся о гарантиях соблюдения их прав, хотя обладают необходимой для этого властью. Как будет показано в следующей главе, на 100 крупнейших американских финансовых институтов — управляющих паевых инвестиционных, пенсионных и дарственных фондов — приходится примерно 52% всех неразмещенных акций американских компаний, то есть они обладают абсолютным контролем над корпоративной Америкой. Это пугает. Но, говоря современным языком, не бери в голову. И общем и целом молчание — вот что мы слышим от этих собственников. Если собственникам наплевать на торжество капитализма управляющих, справедливо задаться вопросом, а кому на свете следует об этом беспокоиться?

⁶⁷ Под инвесторами я имею в виду долгосрочных акционеров. Но я признаю, что конечная и высшая власть принадлежит крупным институциональным инвесторам.

Собственники акций должны потребовать от директоров и управляющих соблюдения прежде всего интересов акционеров. В конце концов, корпорации — собственность акционеров. И это соображение приводит меня прямо в стан тех, кто верует в корпоративную демократию. Если избранные директора республик, управляющие корпоративной Америкой, не откликаются на интересы своих избирателей или если, того хуже, грядут диктатуры, избиратели должны обладать властью выбрасывать негодяев вон. Тут нет ничего сложного: собственникам надо разрешить вести себя как собственникам. Если права собственности не поставлены на первое и центральное место, то где их место? Кто осмелится предположить, что на пути к осуществлению собственниками права избирать директором любого человека, которого они хотят видеть своим агентом, следует воздвигать препятствия? Ведь этот агент будет заставлять управляющих действовать так, как это нужно акционерам, примет на себя ответственность за то, как вознаграждают должностных лиц в их компаниях. Не в этом ли состоят фундаментальные права собственности?

Разумеется, эти права принадлежат абсолютному, стопроцентному собственнику, который не терпит никакого вмешательства в свои дела. А любой управляющий, наотрез отказывающийся учитывать мнения собственника 50%, даже 20% компании, вскоре будет искать себе другую работу. А что сказать о дюжине институтов, каждый из которых владеет 3% компании и разделяет особую точку зрения или желает назначить директора? Где дает сбой механизм назначения директоров? И может ли довод о том, что этот механизм, возможно, дает сбой тогда, когда акционеры лишены своих прав

собственности в тех случаях, когда ни один из них не владеет более чем одной десятой 1% акций корпорации, оправдать отбрасывание идеи демократического управления корпорациями? Я так не думаю. Ибо я верю в то, что (перефразируя Черчилля) корпоративная демократия – худшая форма правления, за исключением всех прочих, время от времени опробуемых.

Оппозиция корпоративной демократии

Логично или нет, но у некоторых комментаторов идея демократизации управления в большинстве корпораций не вызывает особой симпатии. Мартин Липтон, крупнейший юрист, специализирующийся на ценных бумагах, утверждает, что усиление прав акционеров назначать директоров и вносить предложения через доверенных лиц может «разрушить нормальное функционирование совета директоров и ограничить способность директоров выполнять возложенные на них фидуциарные обязанности»⁶⁸. Генри Дж. Манн, почетный декан в отставке Школы права университета Джорджа Мейсона, в статье, опубликованной рядом с передовицей в Wall Street Journal, утверждает, что «продвинутые специалисты по экономике финансов... издавна высмеивают теорию корпоративной демократии». (Имен этих экспертов Манн, впрочем, не приводит.) «Корпорация—это не маленькая республика... а совет директоров корпорации – это не законодательное собрание... Голос, на который дает право акция, совершенно отличен от политического права голоса... Суть участия

⁶⁸ Gordon M., Lipton M., Munoz L. Restoring Trust' or Losing Perspective? Memorandum. 2003. August 27. P. 2.

отдельного акционера заключается не в „выражении собственного мнения“, а в „исчезновении“, и акционеры могут избавиться от своего корпоративного „гражданства“, уплатив комиссионные брокеру при продаже своих акций»⁶⁹. Другими словами, если акционеру не нравится, как управляют его компанией, он должен продать свои акции первому, кто согласится купить их. Не важно, отражает ли цена внутреннюю стоимость корпорации, и независимо от того, какие убытки понесет акционер при таких продажах, недовольному акционеру советуют просто убраться восвояси да там и оставаться. Однако принцип «люби или выбрасывай» не очень подходит для просвещенной политики.

Да, кое-что в корпоративной демократии вызывает законные вопросы, на которые и указывает декан Манн. Разумеется, среди тех, кто заинтересован в обретении прав собственности, есть, как пишет Манн, склочные люди. Такие люди «вечно выдвигают возражения по существу дела со ссылками на новые обстоятельства, не имея реальной доли собственности». Среди них есть «активисты, главный интерес [которых] заключается в пробуждении интереса к их собственным узким программам... и во вмешательстве в права собственности и договорные права других лиц ради достижения собственных целей»⁷⁰.

Справедливости ради замечу, что среди американских инвесторов есть активисты, преследующие собственные планы и цели. Хотя я согласен с тем, что планы по меньшей мере

⁶⁹ Marine H. G. Citizen Donaldson// Wall Street Journal. 2003. August 7.

⁷⁰ Ibid.

некоторых активистов не отвечают общему благу, я не готов принять огульную критику, в которой корпоративную демократию описывают как «разновидность корпоративного мошенничества» в качестве основания для того, чтобы помешать инвесторам осуществлять их права. Разумеется, некоторые предложения вносят группы людей, владеющих малыми пакетами акций и преследующих особые интересы. Например, религиозные ордена часто делают предложения, основанные на принципах или морали. Другие предложения (например, предложения, вносимые профсоюзами и даже пенсионными фондами штатов и органов местного самоуправления) слишком часто имеют политическую подоплеку. Государственная политика должна сосредотачиваться на способах ограничения действий инвесторов-активистов для того, что бы предотвратить внесение предложений, обусловленных особыми интересами и имеющих в лучшем случае крайне малое отношение к улучшению положения акционеров как группы. Но понять, какой вред может причинить защита прав акционеров, трудно.

Осуществление прав гражданства

Исполнение обещания ответственного корпоративного гражданства — если угодно, демократии акционеров⁷¹ — не требует радикальных изменений существующей институциональной структуры. Изменить нужно политические ограничения, неоправданно стесняющие права

⁷¹ Используемое здесь понятие «корпоративная демократия» охватывает право акционеров как избирать своих представителей в совет директоров, так и голосовать напрямую по предложениям, касающимся управления, вознаграждений управляющих и т.д.

акционеров. Нам надо призвать всю нашу смелость для того, чтобы обратиться к решению двух принципиальных вопросов, которые имеют отношение к «доступу акционеров» к заявлениям о голосовании управляющих по доверенности. Собственники могут, во-первых, избирать или отклонять кандидатов, предлагаемых управляющими, и назначать других кандидатов в совет директоров и, во-вторых, вверять управление и делать другие предложения по доверенности. Если предложения получают одобрение, управляющие должны подчиниться им.

Первый вопрос — способность собственников оказывать электоральное давление на независимых директоров⁷². Как отметил суд совести штата Делавер в своем решении по делу Unocal (1985г.), «если акционеры недовольны действиями выбранных ими представителей, в их распоряжении есть полномочия корпоративной демократии, позволяющие им свергнуть совет»⁷³. В более позднем судебном деле (Blasius Industries, 1988) председатель суда Уильям Т. Аллен добавил: «Привилегия акционера — идеологическая опора, на которой зиждется законность власти директоров»⁷⁴.

И все же карты в процессе делегирования стасованы так, что возможность собственников осуществлять их права крайне затруднена. Даже там, где существует теоретически независимый комитет по назначениям, список кандидатов контролирует генеральный директор, и директорам,

⁷² Мои идеи сложились под влиянием великолепного анализа, подготовленного Люсиеном Бебчаком, профессором Школы права Гарвардского университета.

⁷³ См.: Unocal Corporation vs. Mesa Petroleum Corporation, 493 A. 3d 946. Delaware 1985.

⁷⁴ См.: Blasius Industries, Inc. vs. Atlas Corporation, 564 a. 2d 651, 659 (Delaware Ch 1988).

назначенным старшими управляющими, редко бросают вызов. Среди тысяч публичных компаний в среднем в 1996 – 2002 гг. за год возражения против директоров, назначенных управляющими, были выдвинуты лишь в 11 компаниях. А в компаниях, рыночная капитализация которых превышает всего лишь 200 млн долл., такие случаи происходили только раз в год. По словам профессора Гарвардской школы права Лусиана Бебчака, «частота [возражений против директоров, занимающих должности в советах директоров] практически равна нулю»⁷⁵.

Неудивительно, что корпоративные управляющие решительно возражают против тех изменений системы, которые способствуют попыткам оспорить выдвижение ими кандидатов на директорские посты. Круглый стол бизнеса предупреждает, что участие акционеров в процессе назначения «может привести к превращению выборов любого директора в отчаянную избирательную борьбу», что обернется огромными расходами и отвлечением усилий управляющих от более важных дел. Но даже если такое и случится, нет причин, по которым предложение о хорошо спланированном доступе – предусматривающем участие внушительного числа долгосрочных собственников и надзор со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам, – не могло бы устранить большинство трудностей. Кроме того, управляющие утверждают, что повышение роли акционеров отпугнет потенциальных директоров, которые откажутся от руководящих должностей в компаниях. Впрочем, нам еще предстоит получить свидетельства,

⁷⁵ Bebchuk L. A. The Case for Shareholder Access to the Ballot // The Business Lawyer. 2003. № 59. P. 43 – 66.

подтверждающие подобное утверждение. Факт заключается в том, что все, что было представлено до сих пор, — показательные и даже своекорыстные причины, разрешающие людям, которые занимают высшие позиции пирамиды бизнеса, пользоваться почти абсолютной защитой от вызовов и возможного смещения с должностей. Но ведь это, в сущности, диктатура.

Хотя совет директоров, постоянно ведущий гражданскую войну, вряд ли сможет служить интересам собственников, столь же плохо этим интересам служит и положение, при котором гармония укоренилась настолько глубоко, что выражение несогласия становится просто невозможным. Конечно, все мы можем вспомнить отдельные случаи, когда акционерам пришлось заплатить высокую цену за коллегиальность, которая укоренилась настолько, что важные решения управляющих одобрялись почти без какой-либо критики, в результате весьма ограниченных дискуссий или дебатов. Укрепившие свои позиции управляющие утверждают также, что даже ограниченный доступ акционеров к выдвижению кандидатов откроет двери директорам, представляющим «особые интересы», которые потеснят компетентных директоров и сделают советы дисфункциональными. Но нет никаких причин полагать, что акционеры, владеющие большинством акций, станут голосовать за некомпетентных или безответственных директоров. Важно отметить, что эти неблагоприятные процессы не могут произойти без согласия самих собственников.

Более того, все директора, как бы они ни были назначены на свои посты, несут фидуциарную обязанность действовать исключительно в интересах акционеров корпораций. Взвешивание всех «за» и «против» вопросов, сопряженных с

электоральными проблемами и широтой состава советов директоров, — дело, которым должны заниматься собственники, а не управляющие. Если собственники обладают неограниченной властью избирать директоров, советы директоров будут гораздо более чутко реагировать на интересы собственников. Поскольку отношение к собственникам как к гражданам второго сорта и изоляция советов директоров от серьезных вызовов определенно сыграли важную роль в торжестве капитализма менеджеров над капитализмом собственников, современный порядок вещей становится более неприемлемым.

Предложения акционеров

Доступ акционеров к тайному голосованию в корпорациях связан не только с правом собственников назначать директоров, пусть даже ограниченным. Этот доступ дает собственникам способность вносить предложения по некоторым вопросам деятельности корпораций. На более раннем этапе Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешала управляющим исключать подавляющее большинство таких предложений акционеров из голосований по доверенности потому, что эти предложения связаны с «обычной деятельностью» корпораций. Впрочем, в последнее время комиссия разрешила включать разные предложения в голосования по доверенности. В число таких предложений вошли и вопросы, связанные с ограничением вознаграждений управляющих. Со стороны собственников было бы разумно настаивать на том, чтобы вознаграждения, выплачиваемые старшим управляющим, были напрямую связаны с реальными достижениями управляющих в деле строительства долгосрочной стоимости корпораций.

Как, должно быть, все мы теперь знаем, краткосрочная цена акции — порочная основа для определения размеров вознаграждений. Инвесторы должны настаивать на таких контрольных показателях, как, скажем, пятилетние нормы прибыли по отношению к капиталу компании (этот показатель должен быть приведен в сравнении с аналогичным показателем для других сопоставимых компаний и американской экономики в целом) и увеличение денежного потока. Какой дополнительный доход на капитал необходим для того, чтобы генеральный директор получил изрядные бонусы? Насколько для этого должны увеличиться денежные потоки? Эти вопросы должен решать каждый конкретный совет директоров. Меня интересует, сколько компаний осмелились последовать порогу, установленному в 2004 г. компанией General Electric для определения размеров вознаграждения своего генерального директора Джеффри Имелту: в течение пяти следующих друг за другом лет денежные потоки должны расти на 10% в год. Эта мера поражает меня дружелюбностью по отношению к акционерам!

Вопрос о размерах вознаграждений старших управляющих лишь открывает перечень вопросов, в решении которых должны участвовать собственники. Как группа, собственники и их доверенные лица должны также иметь право выносить решения по другим крайне важным вопросам, в том числе:

- одобрению крупных слияний и поглощений;
- отмене положений уставов, препятствующих поглощениям и предусматривающих иерархическую организацию советов директоров;
- праву утверждать решения по политике выплаты дивидендов;

- праву голосовать по любому разумному предложению, направленному на достижение гарантий того, что компанией управляют в интересах акционеров.

Если мы считаем, что предложения такого рода, касающиеся управления и стратегии, разительно отличаются от предложений, касающихся обыкновенной деятельности компании (например, предложений о ликвидации линейки продуктов или решений не закрывать завод), исчезают всякие оправдания исключению этих предложений из повестки вопросов, подлежащих голосованию по доверенности.

Как изменить систему

Изменения, к которым я настойчиво призываю, потребуют инициатив со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам. Должен признаться, что сделанное комиссией в 2003 г. предложение предоставить акционерам доступ к назначению директоров меня разочаровало. Учитывая давление, оказываемое круглым столом бизнеса, легко понять, почему предложение носит столь ограниченный, узкий характер. Суть этого предложения такова: в первый год должно произойти «инициирующее событие» — либо 35% голосующих акционеров отказывают в поддержке одному из директоров, либо за предложение допустить акционеров к тайному голосованию получает большинство голосов. Затем, на второй год, акционеры, владеющие не менее чем 5% акций компании больше двух лет, могут выдвинуть до трех кандидатов в директора и несут все расходы на попытки убедить остальных акционеров проголосовать за этих кандидатов. Если владельцы большинства акций поддержат этих кандидатов (а

произойдет это через несколько лет после того, как компания впервые столкнется с проблемами), состав совета директоров претерпит незначительные изменения.

Хотя Комиссия по ценным бумагам и биржам руководствовалась самыми благими намерениями, это предложение слишком мучительно и жестоко. Учитывая, что почти все институциональные инвесторы демонстрируют намного большую готовность голосовать за реформы, предлагаемые другими собственниками, нежели выдвигать собственные предложения, доступ к результатам голосований по доверенности будет предоставлен только тем, кто владеет крупным пакетом акций стоимостью, скажем, от 25 до 100 млн долл. Далее, перечисленные выше ограничения не должны распространяться на любую группу институтов, владеющую более чем, допустим, 10% акций компании в течение не менее двух лет. Такие группы должны иметь право предлагать новых кандидатов в директора и даже всех кандидатов в совет директоров. За выдвинутые такими группами кандидатуры должны без промедления голосовать по доверенности, а расходы на избирательную кампанию должны быть возмещены компанией.

Для того чтобы вернуться к капитализму собственников, необходимо не только сделать процесс выдвижения кандидатов на посты директоров открытым для квалифицированных собственников, долгое время владеющих акциями компаний. Необходимо также, чтобы Комиссия по ценным бумагам и биржам установила стандарты, разъясняющие, расширяющие и раскрепощающие вопросы, которые собственники могут ставить на голосования по доверенности, не наталкиваясь при этом на исключения, обусловленные «обычной деятельностью» компаний. Но по мере того как

акционеры будут обретать права корпоративного гражданства, необходимо требовать и соблюдения сопряженных с корпоративным гражданством обязанностей, а также установления принципов, которые ограничивали бы способность акционеров вносить предложения, направленные на удовлетворение интересов узких групп, а не интересов акционеров в целом.

Власть акционеров

Акционеры имеют право на честный процесс, посредством которого они могут потребовать от корпораций уважения к своим правам собственников. Позвольте мне, однако, сказать совершенно определенно: акционеры, даже крупные институциональные инвесторы, не должны вмешиваться в управление компаниями и давать на этот счет советы управляющим. (По моим наблюдениям, если бы крупные институты сняли с глаз шоры, мешающие им увидеть ошибочность собственной деятельности, это сослужило бы их интересам большую службу.) Но если достаточно большое число акционеров убеждено в том, что избранные ими представители, директора, не выполняют свои обязанности стражей, им должна быть предоставлена возможность избрать тех, кто будет выполнять эти обязанности. И у акционеров должна быть возможность сделать это без чрезмерных ограничений. Если это утверждение звучит как призыв к анархии, позвольте вам напомнить: действия должны предприниматься только в том случае, если за любое предложенное изменение проголосует большинство акций.

Даже сегодня, если на голосование по доверенности выдвинуто предложение, которое поддерживает подавляющее большинство голосов, а не какая-то их часть, компании могут

проигнорировать такое предложение, что часто и делают. По законам большинства штатов голоса акционеров обычно имеют необязывающий характер, являясь, говоря юридическим языком, рекомендательными — я стал просто ненавидеть это определение. Америке нужны твердые правила, которые требуют от управляющих уважения к решениям акционеров. От идеи о примате воли акционеров зависят самые устои нашей капиталистической системы.

Впрочем, пока эти реформы не осуществлены, акционерам не стоит спать при смене управляющих. Сегодня собственники могут довести свою волю до руководства компаний иными, более тонкими способами. Если акционеры не удовлетворены руководством компании, они могут отказаться от голосования за директоров, являющихся генеральными директорами. Например, в марте 2004 г. владельцы 43% акций проголосовали против генерального директора Disney Company Майкла Эйснера. Результаты этого голосования отразили широкое недовольство сочетанием весьма умеренного роста доходов компании с резко возросшим вознаграждением генерального директора (размер вознаграждения достиг почти 1 млрд долл.), с шокирующими хищениями из казны компании и выплатой вознаграждения в 140 млн долл. за расторжение договора с генеральным директором. Это вознаграждение Эйснер получил за омраченное тревогами и неприятностями пребывание на посту генерального директора, продолжавшееся не более года, видимо, по недосмотру совета директоров. Продemonстрированное этим голосованием отсутствие доверия акционеров привело к уходу Эйснера с поста председателя совета директоров и к его согласию в 2005 г. уйти с должности генерального директора.

Кроме того, собственники уже имеют право не голосовать за отдельных директоров. Начинать применение этого права следует с отказа голосовать за директоров, которые не справились со своими обязанностями в плане вознаграждений, назначений на высшие должности, работы с аудиторскими комитетами. Это же право следует применить к директорам, имеющим конфликт интересов, и к директорам, считающимся некомпетентными. Собственники, продуманно и осторожно осуществляющие это право воздерживаться при голосовании, могут существенно изменить ситуацию.

Собственники могут также использовать право голосовать против аудиторов, оказывающих их компаниям консалтинговые услуги, или, по крайней мере, против тех аудиторов, которые за консалтинговые услуги получают ощутимо больше, чем за аудит. И, конечно же, собственники могут энергичнее отвергать планы распределения опционов, приводящие к чрезмерному разводнению акций, и я думаю, что собственникам следует энергичнее возражать против таких планов. Даже сегодня собственники обладают неиспользованными возможностями, и они должны воспользоваться этими возможностями прежде, чем очередной сезон голосований уйдет в прошлое. Хотя такие голосования сами по себе непосредственно могут и не привести к изменениям, если достаточное число собственников воспользуются урнами для тайного голосования для того, чтобы выразить свое недовольство, директора обратят внимание на результаты.

Если акционеры решат сознательно и энергично осуществлять права собственности и принимать на себя обязанности, сопряженные с этим правом, повторение катастрофы, свидетелями

которой мы недавно стали и которая охватила большую часть корпоративной Америки, станет гораздо менее вероятным. Нет, я не считаю, будто акционеры наших гигантских финансовых институтов обладают талантами и способностями управлять компаниями, которыми они, в сущности, владеют. Но у них есть и способности, и полномочия требовать, чтобы директора действовали всегда и прежде всего в интересах собственников компаний.

Подобное возвращение к капитализму собственников может показаться новой, даже революционной идеей. Но едва ли в ней есть что-то новое или революционное. Капитализм собственников — концепция, на основе которой управляют частными компаниями, а также публичными компаниями, значительная часть акций которых принадлежит могущественным семьям, таким как Wal-Mart и Microsoft. Это наилучший способ (собственно говоря, единственный предсказуемый способ) свести к минимуму возможность повторения возмутительно чрезмерных вознаграждений, фальсификации финансовой отчетности, неправильного управления корпорациями и спекулятивных эксцессов недавней эпохи.

«Собственники всех стран, соединяйтесь!»

Путь, который предстоит пройти, хорошо размечен. Он ведет к восстановлению капитализма собственников через возврат к его гордым корням: как я сказал в начале этой книги, «взаимное доверие» — не более, чем завет св. Павла (Первое послание коринфянам, 4:2): «От домостроителей же требуется, чтобы каждый оказался верным». Реформы, направленные на достижение этой цели, ответственность директоров, корпоративную демократию, усиление раскрытия информации и сотрудничество собственников и управляющих не

надо долго изучать и медленно, пусть и неохотно, принимать. Если собственники корпоративной Америки объединятся и исполнят обязанности корпоративных граждан, все эти цели будут достигнуты быстро и оперативно.

В начале XX в. подъем американского рабочего движения вдохновлял радикальный лозунг: «Пролетарии всех стран, соединяйтесь!» В начале XXI в. возвращение капитализма собственников породит новый, но столь же побудительный, хотя и менее радикальный, девиз: «Собственники всех стран, соединяйтесь!» Институциональные инвесторы могут совершить это, и они должны возглавить движение. Для этого им нужны сила воли и решимость. В конечном счете восстановление подлинной корпоративной демократии – их дело. Они должны потребовать введения в наших корпорациях республиканского правления. Управление и руководство должны быть вверены директорам, которые будут служить не интересам управляющих, а посвятят себя исполнению обязанностей стражей, охраняющих интересы собственников. Именно это так успешно и так долго делала наша традиционная система капитализма.

Часть II. Инвестирующая Америка

Сквозная тема первой главы — «что пошло не так?». Но теперь в центре нашего внимания — Америка инвестирующая. Сегодня описанное в главе 2 широкое рассеяние собственности на акции, которыми владело множество мелких частных инвесторов, практически исчезло. Оно вытеснено собственностью, сконцентрированной в руках очень узкой группы могущественных финансовых институтов. Сотня крупнейших финансовых институтов владеет 52% всех акций корпораций, что обеспечивает контроль над корпоративной Америкой. И все же смещение внимания этих институтов с долгосрочных инвестиций на краткосрочные спекуляции в сочетании с серьезными конфликтами интересов, с которыми сталкиваются эти институты в результате того, что коллективно владеют огромными пакетами акций корпораций (этими пакетами акций управляют люди, платящие огромные гонорары за инвестиционный консалтинг), превратило их в драконов, исполняющих обязанности корпоративного гражданства в дремотном состоянии.

Почему в инвестиционной системе Америки произошел сбой? Как было сказано в предшествующей главе, главная причина этого заключается в том, что финансовые институты стали сосредотачивать свое внимание и свои ресурсы не на внутренней стоимости корпораций, а на сиюминутной и изменчивой цене акций. По-видимому, финансовые институты пренебрегают фундаментальной истиной, согласно которой стоимость корпорации — не больше и не меньше дисконтированной стоимости будущих денежных потоков, а не только некая точка, указанная мудрыми авторитетами с математической точностью.

Глава 4. Что пошло не так в инвестирующей Америке?

Кинг-Конг или Могучий Джо Янг?

Сказать «Инвесторы всех стран, соединяйтесь!» намного легче, чем выполнить этот призыв. Переключая внимание с корпоративной Америки на инвестирующую Америку, т.е. на акционеров, владеющих нашими корпорациями, начнем с изучения, во-первых, собственности на американские публичные компании и, во-вторых, взаимосвязи собственности и управления.

Много лет назад, когда Берл и Минс впервые рассмотрели этот вопрос в книге «Современная корпорация и частная собственность», практически все эмитированные акции американских компаний принадлежали частным инвесторам⁷⁶. Хотя сегодня это невозможно вообразить, но в описанном Берлом и Минсом мире 1930-х гг. не было институциональных инвесторов. Корпоративная собственность была рассеяна среди великого множества частных лиц, и лишь сравнительно немногие из них владели пакетами акций, близкими к тому, чтобы обеспечить подобие контроля над той или иной корпорацией. Такой контроль позволял старшим управляющим действовать в собственных интересах. Тем не менее в ту эру стесненных экономических условий не было особых или многочисленных свидетельств массовой распространенности «агентской проблемы», проявляющейся в неспособности советов директоров (агентов) заботиться об интересах акционеров

⁷⁶ Berk A. A., Means G. C. The Modern Corporation and Private Property. New Brunswick, N.J.: Transaction, 2002.

(принципалов). Корпорациями управляли в интересах и на благо собственников, а не в интересах управляющих — или, по крайней мере, казалось, что дела обстоят именно так.

В начале 1950-х гг. на смену частным лицами как собственникам акций стали приходиться финансовые институты. Первым крупным корпоративным пенсионным фондом, широко использовавшим акции в своем инвестиционном портфеле, был пенсионный фонд компании General Motors, и его примеру вскоре последовали другие пенсионные фонды. К 1960 г. частные пенсионные фонды владели акциями на сумму 16 млрд долл., или 4% совокупного количества акций. К 1970 г. пенсионные фонды владели акциями на сумму 67 млрд долл., или 8% общего объема акций. К 1990 г. пенсионные фонды владели акциями на сумму 631 млрд долл., или 20% совокупного количества акций. Сегодня частные пенсионные фонды владеют акциями общей стоимостью 2,4 трлн долл., что равно 17% всех выпущенных в США акций, а пенсионные фонды органов власти штатов и местного самоуправления владеют акциями на сумму 1,2 трлн долл. (или 8% всех акций). Короче говоря, государственные и частные пенсионные фонды в настоящее время владеют акциями американских компаний на весьма приличную сумму — в 3,7 трлн долл., т.е. 26% всех акций американских компаний.

Сегодня, два десятилетия спустя, структура частных пенсионных фондов стала меняться. Корпорации перешли от планов пенсионного обеспечения, построенных на обеспечении выплат работодателем, к планам, построенным на взносах будущих пенсионеров. Традиционные пенсионные схемы, ориентированные на выплаты пенсионных пособий (компания, управляющая пенсионным

фондом, обещала своим работникам пенсии, основанные на их прежних заработках и стаже работы в компании), постепенно уступили господство схемам, основанным на взносах будущих пенсионеров. В соответствии с такими схемами наемные работники регулярно перечисляют в свои пенсионные фонды части своего участия в прибыли компании и средства на сберегательные счета 401 (к). Инвестициями с этих счетов будущие пенсионеры управляют. Этот сдвиг представлял собой масштабное перераспределение инвестиционных доходов, инвестиционных рисков и инвестиционных расходов – все это бремя было перенесено с плеч корпораций на плечи частных лиц, которые становились все более ответственными за свои будущие пенсии.

К 1996 г. активы корпоративных пенсионных схем на основе установленных взносов будущих пенсионеров превысили активы корпоративных пенсионных схем на основе установленных выплат работодателем, и этот разрыв продолжает увеличиваться. В 2004 г. активы, принадлежащие частным пенсионным фондам, составили 1,8 трлн долл., а активы пенсионных фондов, основанных на сбережениях, – 2,6 трлн долл. Примерно 1,6 трлн долл. из этой суммы инвестировано в акции, в том числе в акции компаний и акционерных инвестиционных фондов. Подобно активам других пенсионных фондов совокупная стоимость активов сберегательных пенсионных фондов широко диверсифицирована между акциями и облигациями. В таблице 4.1 показан рост пакетов акций, принадлежащих самым разным пенсионным схемам, на протяжении последних 15 лет, а также рост пакетов, принадлежащих другим институциональным инвесторам.

Распространение пенсионных схем на основе установленных взносов будущих пенсионеров сыграло важную роль в расцвете паевых инвестиционных фондов, что отражает особую адаптацию структуры подобных фондов под нужды таких пенсионных схем. Инвестиционные фонды предлагают широкий спектр акций и облигаций, гибкое изменение инвестиций, прозрачность, ежедневную оценку стоимости инвестиций и другие удобства. Под воздействием корпоративных сберегательных пенсионных схем активы инвестиционных фондов растут по экспоненте: с каких – то 2 млрд долл. в 1950 г. до 1 трлн долл. в 1990 г. и более чем 8 трлн в настоящее время. Главной движущей силой этого роста являются пенсионные фонды, которым ныне принадлежат 40% активов инвестиционных фондов на сумму почти в 3 трлн долл. (Пенсионные фонды, основанные на взносах работодателей, обладают активами на сумму 1,4 трлн долл., пенсионные фонды, основанные на взносах работников, владеют активами на сумму 1,3 трлн долл.) Активы инвестиционных фондов возросли с 1,5 млрд долл. в 1950 г. до 250 млрд долл. в 1990 г. и до 4 трлн долл. в настоящее время, а паевые инвестиционные фонды, 55 лет назад владевшие всего лишь 3% всех обыкновенных акций американских корпораций, ныне владеют 28% всех таких акций.

В разгар всех этих изменений – сдвигов в структуре личных пенсионных планов, стремительного развития государственных пенсионных схем и подъема инвестиционных фондов как отрасли – упорно повторялась одна тема: мы являемся свидетелями институционализации корпоративной Америки. В настоящее время институциональные инвесторы всех видов

(акционерные и частные пенсионные фонды, инвестиционные фонды, дарственные и благотворительные фонды, трастовые отделы банков) владеют 66% всех акций американских компаний.

100 ведущих институциональных инвесторов

Таким образом, собственность на американские корпорации, некогда рассеянная в массах частных собственников, ныне сконцентрирована в руках поразительно узкого круга институциональных собственников. В отличие от господствовавшей, но неразвитой индивидуальной собственности, описанной в 1932 г. Берлом и Минсом, теперь собственность сосредоточена в руках институциональных управляющих. 300 таких крупнейших институтов владеют акциями на сумму 7,5 трлн долл., т.е. 56% совокупной капитализации всего фондового рынка США, равной 13,2 трлн долл. Эта собственность очень сильно сконцентрирована: только 100 крупнейших управляющих институтов владеют акциями на сумму 6,8 трлн долл., или 52% всех акций. Эти инвесторы-гиганты обладают не просто теоретической, а реальной властью, позволяющей им господствовать над принадлежащими им корпорациями. Пакеты акций, принадлежащие крупнейшим из этих институтов, внушают благоговейный трепет. Каждая из 18 управляющих активами компаний контролирует акции американских компаний на сумму 100 млрд долл., а 4 из этих институциональных инвесторов владеют пакетами акций стоимостью около 400 млрд долл. или больше.

ТАБЛИЦА 4.1
Акции, принадлежащие институциональным
инвесторам

	Совокупная стоимость активов, млрд долл.		Совокупная стоимость акций, млрд долл.		Доля всех акций, %	
	1990	2004	1990	2004	1990	2004
Пенсионные схемы						
Схемы на основе установленных выплат работодателем	900	1811	346*	484*	11	6
Схемы на основе установленных взносов будущих пенсионеров	727	2639	258*	1570*	9	11
Пенсионные фонды органов власти штатов и органов местного самоуправления	800	2072	285	1205	9	8
Пенсионные фонды федерального правительства	340	1024	0,3	99	0	1
ИТОГО (по всем пенсионным фондам)	2767	7541	916	3722	28	26
Взаимные инвестиционные фонды	1155	8107	249	3996	8	28
Страховые компании	1885	5343	162	1300	5	9
Дарственные и благотворительные фонды	712	2132	197	593**	6	4
Личные трасты	522	925	190	223	6	2
Другие	2605	5560	24	243	1	2
ИТОГО	9646	27481	1712	9349	53	66

источник: Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States.

ПРИМЕЧАНИЕ: * – включает оценки стоимостей пакетов акций, принадлежавших инвестиционным фондам в 1990 и 2004 гг., когда стоимость этих пакетов в собственности фондов на основе установленной выплаты работодателем составляла, соответственно, 4 млрд и 128 млрд долл., а стоимость пакетов акций, принадлежавших пенсионным фондам на основе установленных взносов будущих пенсионеров, – соответственно 21 и 600 млрд долл. В строке «Итого» устранено дублирование данных. Под «Другими» в данном случае имеются в виду брокеры, правительства штатов и органы местного самоуправления и сберегательные учреждения.

** – оценки основаны на данных за 2000 г., который является последним годом, по которому Федеральная резервная система опубликовала данные.

Полвека назад, когда началось бурное развитие институционального инвестирования, существовало две вполне обособленные и отличающиеся друг от друга группы инвесторов – управляющие пенсионных фондов и управляющие паевых инвестиционных фондов. Но сегодня практически все институты, которые я называю 100 ведущих институциональных инвесторов, управляют пенсионными и инвестиционными фондами. В некоторых случаях (например, в случаях Vanguard

и Fidelity) преобладает инвестиционная деятельность, в других (например, в случаях State Street Global и Barclays Global) преобладает управление пенсионными средствами.

Если говорить о самых крупных институциональных инвесторах, то 25 компаний занимаются обоими видами деятельности, что показано в примере 4.1. Пенсионные фонды 13 штатов и органов местного самоуправления, включенные в список 100 ведущих институциональных инвесторов, намного меньше: крупнейший из них, Пенсионный фонд работников государственного сектора штата Калифорния, владеет акциями на сумму 56 млрд долл., занимая 56-е место среди 100 крупнейших институциональных инвесторов. В общей сложности эти государственные фонды, занимающиеся исключительно управлением пенсионными средствами, владеют акциями на сумму 390 млрд долл. (что составляет 5,7% акций, принадлежащих 100 ведущим институциональным инвесторам). При таком переплетении интересов пенсионных и инвестиционных фондов институциональное инвестирование ныне стало практически единым целым, и у этого единого целого есть все возможности для того, чтобы стать господствующей силой в инвестирующей Америке.

ПРИМЕР 4.1

Кинг-Конг: крупнейшие финансовые управляющие Америки

В приведенной ниже таблице перечислены акционерные активы, управляемые 25 крупнейшими финансовыми управляющими Америки, а также данные о совокупной стоимости акций, принадлежащих остальным 75 финансовым компаниям, занимающимся управлением активами. Все вместе эти компании и

составляют 100 ведущих институциональных инвесторов Америки. 36% общего количества акций, принадлежащих 100 ведущим институциональным инвесторам США, находятся в портфелях инвестиционных фондов, а 64% акций упрятаны в портфели пенсионных фондов. Поскольку пенсионные фонды начинают играть все большую роль в инвестициях, существенных различий между некогда обособленными сферами управления инвестиционными фондами и управления пенсионными фондами нет.

25 крупнейших держателей акций
американских компаний по состоянию
на 1 января 2004 г.

	Название компании	Совокупная стоимость акций, принадлежащих компании, млн долл.	Доли собственности в инвестиционных фондах, %
1	Fidelity Investments	527 267	83
2	Barclays Global Investors	473 500	7
3	Vanguard Group	415 173	97
4	State Street Global Advisors	399 216	10
5	Capital Group Companies	321 665	66
6	AXA Group	237 431	10
7	Mellon Financial Corp.	179 058	15
8	Northern Trust Global Investments	176 356	3
9	Wellington Management Co.	169 046	45
10	Citigroup	151 587	27
11	Amvescap	132 597	48
12	Prudential Financial	120 442	18
13	Putnam Investments	118 162	61
14	T. Rowe Price Group	113 960	65
15	Bank of America Corp.	111 317	21
16	TIAA – CREF	111 317	4
17	Merrill Lynch Investment Managers	110 887	23
18	J. P. Morgan Fleming Asset Management	104 887	5
19	Legg Mason	97 934	34
20	Morgan Stanley Investment Management	95 652	48
21	Janus Capital Group	92 569	67
22	Sun Life Financial	89 259	59
23	Franklin Resources	86 500	62
24	American Express Company	81 290	32
25	Allianz Dresdner Asset Management	74 846	25
		Совокупная стоимость акций,	Доли собственности

	принадлежащих компаниям, млн долл. (Доля всех принадлежащих им акций публичных компаний, %)	в инвестиционных фондах, %
25 крупнейших собственников США	4 583 607 (35)	39
100 крупнейших собственников США	6 853 430 (52)	36
300 крупнейших собственников США	7 448 593 (56)	34

источник: Institutional Investor Magazine. 2004. July.

И полнейшая тишина

100 ведущих институциональных инвесторов, обладающих 52% собственности корпоративной Америки, — это Кинг-Конг инвестирующей Америки. Находясь, образно говоря, на смотровой площадке Эмпайрстейтбилдинг и потрясая кулаками, эти фирмы-гиганты, обладающие достаточным числом голосов для того, чтобы навязывать свою волю американским корпорациям, полностью контролируют корпоративную Америку. В сущности, эта сотня — горилла весом в 800 фунтов, способная использовать свой вес и скрытую мощь для того, чтобы усаживаться за стол советов директоров, где пожелает, когда пожелает и так часто, как пожелает. Социальные последствия коллективной власти такой концентрации собственности в американском бизнесе можно описать просто: эти последствия ведут к утверждению элитарности, антидемократизма. Они создают потенциальную угрозу и просто приводят в ужас.

И все же до сих пор нет свидетельств того, что у американского общества есть причины опасаться власти крупных институциональных инвесторов. Напротив, американские гигантские институты ведут себя скорее не как Кинг-Конг, а как Могучий Джо Янг, свирепая горилла — главный персонаж одноименного фильма 1949 г. Как и Кинг-Конг, Могучий Джо Янг мог запросто уничтожить почти все на своем пути. Но заслышав знакомую

мелодию, Джо Янг становился тихим и послушным. Не злоупотребляя этой аналогией, можно точно сказать, что сегодня большинство крупнейших институциональных инвесторов, по-видимому, мирно слушают любимые мелодии. В той мере, в какой они могли бы хотя бы подумать о выполнении своих обязанностей добрых корпоративных граждан, они убаюканы нежными звуками и впали в глубокое забытие.

Инвестирующая Америка едва ли не знает о причинах неправильного развития корпоративной Америки. Еще до того, как сообщения о скандале в Enron заняли первые строки в сводках новостей, американцы еженедельно узнавали то об очередном случае фальсификации отчетности, то об очередном случае скандально высоких вознаграждений управляющих. Или об очередном падении акций какой-нибудь компании, в результате которого разорился очередной сберегательный пенсионный фонд, об очередном случае точного совпадения доходов заранее предсказанным величинам. Поток таких новостей продолжается по сей день. Но, за очень немногими исключениями, единственное, что можно услышать от американских институциональных инвесторов в ответ на эти нарушения этики или финансовых стандартов, — полнейшая тишина. Даже ставшие достоянием общественности в начале 2002 г. скандалы в деятельности инвестиционных банков не вызвали особых публичных комментариев со стороны финансовых управляющих, которые должны были бы возглавить меры по устранению вскрывшихся злоупотреблений.

Школа скандалов

Инвестирующая Америка состоит не только из лидеров – гигантов и частных лиц, имеющих долю в собственности на корпоративную Америку. В нее

входят все участники американской финансовой системы, в том числе инвестиционные управляющие, брокерские фирмы и фондовые биржи. Скандалы, разразившиеся в инвестирующей Америке, напоминают скандалы, произошедшие в конце 2001 г. в корпоративной Америке и вскрывшие пороки системы. Эти скандалы впервые привлекли нежелательное внимание к тому, насколько прогнила система инвестиционных банков в Америке.

В апреле 2002 г. генеральный прокурор Нью-Йорка Элиот Спитцер подал иск о принятии дисциплинарных мер в связи со случаями серьезного конфликта интересов в деятельности инвестиционных банков. Большинство работающих в этой сфере крупных фирм призвали своих экспертов-аналитиков рекомендовать клиентам инвестировать, но не на основании беспристрастных оценок, а для того чтобы повысить способность фирм, в которых работают аналитики, сбывать ценные бумаги, размещение которых эти фирмы гарантировали, и ради привлечения новых клиентов. Как сказано в исковом заявлении, генеральный прокурор обнаружил «фальсифицированные отчеты исследователей... преувеличенные или необоснованные утверждения... получение платежей за [фальсифицированные] исследовательские отчеты... [и] неоправданное „раскручивание“ первоначальных публичных предложений сомнительных ценных бумаг [в сущности, вознаграждение андеррайтеров долей акций за привлечение потенциальных покупателей]»⁷⁷.

⁷⁷ SEC, NYSE, NASD and Elliot Spitzer Settle with U.S. Investment Banks. SriMedia. 2003. April 28; http://www.srimedia.com/artman/publish/article_547.shtml.

В течение года иски были урегулированы в досудебном порядке, за что компании, занимающиеся инвестиционной банковской деятельностью, согласились выплатить 1,4 млрд долл. В эту сумму вошли штрафы на 488 млн долл., возвращение незаконно полученной прибыли в размере 388 млн долл. и выплаты в фонд независимых исследований и просвещения инвесторов (размер этих выплат составил 512 млн долл.). Урегулирование дало толчок ряду структурных реформ, направленных на ликвидацию связей между деятельностью инвестиционных банков и исследований и на восстановление честности и непредвзятости инвестиционных исследований.

Очевидно, вину за разыгравшиеся на Уолл-стрит скандалы нельзя возлагать только на немногочисленные «гнилые яблоки», ибо, как показано в примере 4.2, замешанные в эти скандалы фирмы являются ведущими в американской инвестиционной банковской деятельности. Но я не хочу сказать, что в этой бочке нет полностью «стнивших яблок». Среди них:

- Генри Блодгет. Бывший аналитик Merrill Lynch, занимавшийся акциями Интернет – компаний; приобрел известность своим предсказанием, что цена акции компании Amazon.com достигнет 400 долл. (действительно, эта цена была достигнута, пусть и ненадолго). Мнение Блодгета как одного из «гуру» Новой эры могло вызвать резкое и стремительное повышение цен на акции технологической компании. Впрочем, хотя Блодгет публично воспевал эти акции (андеррайтером размещения которых часто была Merrill Lynch), на самом деле он, по-видимому, придерживался совершенно противоположного мнения. В письмах, которые

Блодгет рассылал по электронной почте друзьям, он называл те же самые акции «помоечными», «дерьмовыми» и того хуже⁷⁸. Блодгета оштрафовали на 4 млн долл. и запретили ему заниматься операциями с ценными бумагами.

- Джек Грубман, которого описывали как главного воротилу телекоммуникационного бизнеса, получал больше любого другого аналитика в истории Уолл-стрит. На пике своей карьеры Грубман зарабатывал по 20 млн долл. в год⁷⁹. Работая в Salomon Smith Barney (SSB) аналитиком, специализирующимся на телекоммуникационных компаниях, в конце 1990-х гг. Грубман стал центральной фигурой в ошеломляющем взлете этого сектора, который принес его фирме 343 млн долл. вознаграждений только в 1998 г. В своих «аналитических» докладах Грубман энергично возвещал рост котировок акций телекоммуникационных компаний. Эти прогнозы были платой за то, что телекоммуникационные компании в будущем сделают SSB андеррайтером размещения своих акций. По-видимому, особо благоволил Грубман к акциям компании WorldCom, которые рекламировал почти до того самого дня, как эта компания обанкротилась, став жертвой финансового мошенничества. (В еще одном бесславном эпизоде, рассказывать о

⁷⁸ Это письмо, посланное по электронной почте, и другие послания частного характера, рассматриваемые ниже, были найдены и преданы гласности в процессе расследования, предпринятого генеральным прокурором Нью-Йорка Элиотом Спитцером, Комиссией по ценным бумагам и биржам и другими федеральными ведомствами.

⁷⁹ Caplin J., Feldman A. What Would It Take to be the Worst Analyst Ever? // Money. 2002. April 25. P. 98.

котором слишком долго, Грубман написал лестный отчет по AT&T, по всей вероятности, по просьбе председателя Citigroup Сэнди Вейлла, в поддержке которого Грубман нуждался для того, чтобы записать своих детей в престижный Нью-Йоркский детский сад⁸⁰.) В 2003 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам установила, что Грубман публиковал мошеннические аналитические отчеты. Его оштрафовали на 15 млн долл. и запретили заниматься инвестиционной деятельностью.

- Фрэнк Куаттроне. Этот бывший руководитель группы оказания банковских услуг технологическим компаниям в Credit Suisse First Boston (CSFB) отвечал за ряд крупнейших первичных публичных предложений акций этих компаний. Куаттроне и CSFB попали в беду из-за того, что приняли взятки от институциональных управляющих, стремившихся получить свою долю при размещении этих замечательных акций. В обмен на них (а, как надеялись институциональные управляющие, эти акции расхватают так быстро, что уже на следующий день можно будет получать прибыль) клиенты соглашались совершать через CSFB другую сделку, при которой они готовы были заплатить комиссионные в размере 1 долл. за акцию вместо стандартных комиссионных в размере 0,05 центов за акцию. И такая практика теперь слишком распространена на Уолл-стрит. Куаттроне попался на письме, которое он в конце 2000 г. отправил по электронной почте своим коллегам сразу же

⁸⁰ Gasparino C. Citigroup Investigation Now Leads to Door of Elite Nursery Scholl/Y Wall Street Journal. 2002. November 14.

после того, как узнал о грядущем расследовании федеральными властями способов проведения CSFB первичных публичных предложений акций. В этом письме Куаттроне призвал коллег «почистить» файлы. В сентябре 2004 г. Куаттроне признали виновным в воспрепятствовании правосудию и оказании давления на свидетелей. Его приговорили к 18 месяцам тюремного заключения.

ПРИМЕР 4.2

«Гнилые яблоки» или плохая бочка?

Стадия II

В отличие от случая корпоративной Америки, после того, как вскрылись скандалы на Уолл-стрит, почти не было слышно обычных воплей о том, что причиной бед стали немногочисленные «гнилые яблоки». Почему? Потому что вовлеченные в скандалы фирмы представляют стеновой хребет инвестиционного банкинга как отрасли. Как показано в приведенной ниже таблице, в иске Спитцера были упомянуты 8 из 10 крупнейших банков Америки, в том числе Merrill Lynch, Goldman Sachs, Citigroup (Smith Barney) и J.P. Morgan Securities. Эти фирмы согласились пойти на урегулирование иска. Если измерять «бочку», т.е. деятельность инвестиционных банков, величиной и авторитетом этих фирм, приходишь к выводу, что в бочке чертовски много «гнилых яблок». Крупные штрафы, наложенные на эти фирмы, представляют собой начало серьезного и давно уже необходимого ремонта.

Условия урегулирования иска генерального прокурора Спитцера и Комиссии по ценным бумагам и биржам предусматривали также учреждение полугосударственной организации, управляющей фондом просвещения инвесторов. Этот фонд получил

55 млн долл. Впрочем, исполнительный директор и совет этого фонда, первоначально назначенные Комиссией по ценным бумагам и биржам, не добились особых успехов и позднее ушли в отставку. Им еще предстоит найти замену. Но вопиющая потребность в просвещении инвесторов (не в том, как выбирать акции и инвестиционные фонды, а в здравых принципах инвестирования и распределения активов) сохраняется, как сохраняется потребность в осознании злоупотреблений, имеющих место в инвестиционной отрасли.

Компании	Стоимость слияний, в которых участвовала компания, млрд долл.	Платежи связанные с расследованием Спитцера, млн долл.			
		Общая сумма	Возврат прибыли	Выплаты в фонд независимых исследований и просвещения	Штрафы
Goldman Sachs	400	110	25	60	25
Morgan Stanley	240	125	25	75	25
Citigroup*	220	400	150	100	150
Merrill Lynch	210	200	0	100	100
J. P. Morgan	210	80	25	30	25
Lazard	150	–	–	–	–
CSFB	150	200	75	50	75
UBS	150	80	25	30	25
Lehman Brothers	150	80	25	30	25
Deutsche Bank	150	–	–	–	–
Piper Jaffray	–	33	13	7	13
Bear Stearns	–	80	25	30	25
итого:	2010	1388	388	512	488

источник: данные об участии в сделках слияния взяты из Thomson Financial*.

ПРИМЕЧАНИЕ: * – включая платежи, сделанные Smith Barney, дочерним предприятием Citigroup.

Власть без участия

Легко понять, но трудно простить мошенничество, к которому прибегают продавцы мощной маркетинговой машины, каковой стала Уолл-стрит. Оголтелая реклама – главное условие распродажи запасов ценных бумаг крупнейшими финансовыми компаниями, и участники системы вряд ли могут не знать о том, что исследования,

публикуемые этими компаниями, далеки от объективности. Но почти невозможно понять, почему покупатели (а товары Уолл-стрит главным образом покупают институциональные инвесторы) с такой готовностью полагаются на эти «исследовательские» отчеты и на аналитиков с Уолл-стрит, отбрасывая свой глубокий скептицизм, и принимают, по-видимому, некритически, сомнительную информацию из этих источников как достоверную. Численность армии профессиональных финансовых управляющих и аналитиков-специалистов по ценным бумагам достигает почти 100 тысяч человек, и всю эту силу содержат и используют финансовые институты США.

Однако подтверждений того, что эти профессиональные инвесторы сколько-нибудь серьезно относятся к ответственности институтов, в которых работают, за собственность или понимают, что они как аналитики должны гарантировать чистоту сделок, мало, если такие доказательства вообще существуют. Эти институты безупречны, если не считать их скандальной неспособности изучить акции, которыми они ежедневно торгуют, и их скандального провала в деле защиты интересов рядовых акционеров — собственников инвестиционных фондов и бенефициаров пенсионных фондов, которым они обязаны служить. Американские финансовые институты практически не участвуют в корпоративном управлении.

Одна из причин самоустранения этих институтов от процесса управления — очевидный конфликт интересов. С ним финансовые институты сталкиваются, управляя активами пенсионных фондов тех же корпораций, акциями которых владеют и которые коллективно контролируют. Хотя лидеры финансовой отрасли регулярно отрицают

существование такого конфликта, легко представить, что частный институциональный управляющий тысячу раз подумает, прежде чем решится голосовать против хорошо окопавшегося управления корпораций, которое наняло этого управляющего для управления многомиллиардными сберегательными пенсионными фондами или схемами 401 (к) и платит ему огромные вознаграждения за эти труды. Даже когда возникают касающиеся корпорации вопросы управления и голосования по доверенности, управляющие предпочитают помалкивать, что заставляет поверить в замечание (возможно, апокрифическое) одного из управляющих пенсионным фондом: «Есть только два типа клиентов, которых мы не хотим оскорбить: клиенты нынешние и клиенты потенциальные».

В мире инвестиционных фондов управляющие голосуют как единый блок людей, голосующих по доверенности, выданной им корпорациями, акциями которых они непосредственно владеют от имени отдельных акционеров и от имени пенсионных фондов. В мире пенсионных фондов, где акции корпораций зарегистрированы на имя попечителей пенсионных фондов, и корпорации, владеющие пенсионными фондами, и сами финансовые управляющие занимают положение, которое позволяет им оказывать влияние на принимаемые решения. Во всех случаях предполагается, что все служат интересам бенефициаров, но воды взбаламучены потенциальными конфликтами.

Американские кейрецу?

Хотя управляющие пенсионными фондами — доверенные лица, юридически обязанные голосовать в интересах бенефициаров пенсионных фондов, не надо слишком напрягаться для того, чтобы понять: сами корпорации вряд ли станут активными

поборниками реформы управления, энергично голосуя за реформы пакетами акций, которыми владеют в других корпорациях. Зачем генеральному директору обретать славу возмутителя спокойствия среди коллег по круглому столу бизнеса, за которым собираются 100 самых могущественных и известных генеральных директоров для обсуждения состояния американского бизнеса? Явным или негласным принципом корпоративного поведения стали слова: «Кто из вас без греха, пусть первым бросит камень». Через свои пенсионные фонды и сберегательные пенсионные фонды акции других корпораций стоимостью в триллионы долларов попадают в руки самих корпораций. Контролируемые — по крайней мере, скрыто — ими фирмы заботятся о своих коллективных интересах. Сегодня мы имеем дело со своеобразными американскими кейрецу, а это японское слово обозначает группу предприятий, которые владеют долями собственности друг в друге, что обеспечивает им взаимную безопасность.

Хуже того, поскольку крупные финансовые конгломераты теперь владеют инвестиционными и пенсионными фондами и контролируют их многочисленных управляющих, управляющие этими конгломератами сами обладают значительной властью при решении вопроса, как будут голосовать контролируемые ими пакеты акций. Почти неосознанно американцы создали закольцованную систему, в которой собственниками кто-нибудь да владеет. Например, клиенты, счетами которых управляет подразделение Citigroup, занимающееся управлением финансами, теперь владеют акциями самой Citigroup на сумму примерно 42 млн долл. Этот пакет, составляющий почти 1% от 5,1 млрд акций Citigroup, достаточно велик сам по себе. Но в сочетании с акциями

Citigroup, которыми владеют другие управляющие, сталкивающиеся с теми же конфликтами, и с акциями, принадлежащими другим управляющим, которых контролируют конгломераты, это взаимопроникновение создает гигантскую совокупность. (Институциональные инвесторы владеют примерно 65% акций Citigroup.) Неудивительно, что американцы никогда не будут вполне уверены, кто заказывает музыку и задает тон в управлении и каковы мотивы заказывающего музыку и оплачивающего ее. Это не просто приглашение лисы в курятник. Скорее, это приглашение лисы в курятник, где уже полным-полно лис.

Легко представить практические вопросы, возникающие при голосовании. Предположим, на голосование по доверенности внесено предложение разделить посты и обязанности председателя совета директоров и генерального директора Citigroup (в настоящее время эти должности занимает один человек). Как будут инвестиционные управляющие Citigroup голосовать принадлежащими им пакетами акций Citigroup? Каким образом они будут выносить решение? Что случится, если финансовые управляющие решат, что предложение разделить посты председателя и генерального директора способствует хорошему управлению, а генеральный директор Citigroup пожелает сохранить за собой оба поста?⁸¹ Хотя очевидные конфликты, возникающие из взаимной собственности и взаимного контроля, редко обсуждают, они вызывают серьезные политические вопросы об

⁸¹ В 2005 г. на организованной и профинансированной Советом институциональных инвесторов конференции представитель Citigroup сообщил мне, что решения подобных вопросов оставляют исключительно на усмотрение управляющих инвестициями.

фидуциарных обязанностях, которые финансовые управляющие и попечители несут перед конечными собственниками и бенефициарами.

Возвращение к закону Гласса–Стиголла?

Приобретение финансовыми конгломератами фирм, занимающихся управлением инвестициями, – важный, масштабный, пусть и остающийся в значительной мере непризнанным, тренд последних десятилетий. Этот процесс ставит острые вопросы о конфликте интересов, которые требуют общественного внимания. Взаимная собственность стала скорее правилом, чем исключением в отношениях крупных управляющих компаний. В таблице 4.2 перечислены 20 гигантских конгломератов – американских и иностранных банков и финансовых фирм, владеющих управляющими инвестиционных фондов. Citigroup и Goldman Sachs, American Express и Merrill Lynch – названия большинства этих фирм на слуху. В совокупности эти фирмы контролируют активы инвестиционных фондов на сумму 2,3 трлн долл., в том числе акции на сумму почти 1 млрд долл.

Большинство поглощений, приведших к образованию этих конгломератов, зависело от постепенного смягчения положений принятого в 1933 г. закона Гласса – Стиголла. Этот процесс завершился фактической отменой этого закона, который был разработан для исправления связанного с злоупотреблениями участия коммерческих банков в андеррайтинге ценных бумаг. Это участие, связанное с масштабными финансовыми манипуляциями и раздуванием цен на акции во времена Великого «бычьего» рынка в конце 1920-х гг., было одной из фундаментальных причин последовавшего затем великого краха. Но со временем поправки, внесенные в закон, и

слабое регулирование размыли защитные меры, предусмотренные законом Гласса – Стиголла. Банковский и инвестиционный бизнес снова сблизились.

В последнее время сочетание банковских и андеррайтинга привело, по-видимому, к повторению ошибок прошлого. Нельзя считать простым совпадением то, что дочерние предприятия большинства банков, перечисленных в таблице 4.2, не только управляют инвестиционными фондами, но и активно занимаются брокерскими операциями, андеррайтингом ценных бумаг, кредитными операциями и синдицированием займов. Эти займы предоставляются тем же компаниям, акции которых хранятся в портфелях инвестиционных и пенсионных фондов, управляемых финансовыми компаниями. Действительно, в результате иска, инициированного Пенсионным фондом учителей штата Нью-Йорк, пять фирм из перечисленных в таблице 4.2, в начале 2005 г. заплатили 5,5 млрд долл. за урегулирование претензий, сводившихся к тому, что эти фирмы, выступая андеррайтерами при размещении облигаций компании WorldCom, не обеспечили должной проверки компании-эмитента. Bank of America, также попавший в список, недавно выплатил 69 млн долл. за урегулирование предъявленных ему исков. Истцы требовали возмещения убытков, понесенных институциональными инвесторами, которые приобрели ценные бумаги Enron у Bank of America. В тех же исках упомянуты и еще пять компаний из приведенных в таблице 4.2. «Прилежно мы сплетаем сети, чтоб одурачить всех на свете!»

ТАБЛИЦА 4.2

Совокупные активы, управляемые крупнейшими инвестиционными фондами, которые принадлежат конгломератам, по состоянию на январь 2005 г.

Материнская компания	Инвестиционный фонд	Совокупная стоимость активов инвестиционного фонда, млрд долл.
Allianz AG	PIMCO Funds	182
American Express	American Expre	63
AMVESCAP	AIM Investments	107
AXA	Alliance Bernstein	90
Bank of America	Nations Funds	116
Barclays Bank	Barclays Global	114
Citigroup	Citi/Smith Barney Funds	143
Deutsche Bank	Scudder	103
Goldman Sachs	Goldman Sachs	100
J. P. Morgan Chase & Co	J. P. Morgan/American Century Funds	277
Marsh & McLennan	Putnam	119
MassMutual	Oppenheimer Funds	131
Mellon Financial	Dreyfus	141
Merrill Lynch	Merrill Lynch	190
Morgan Stanley	Morgan Stanley	92
PNC Financial	BlackRock	91
Prudential Financial	Prudential	35
State Street	State Street Global	38
Sun Life of Canada	MFS	78
Wachovia	Evergreen Investment	102
	итого	2314

источник: Strategic Insight.

Неясно, как долго будут существовать эти конгломераты. Действительно, в результате штрафов, урегулирований последних лет, усиления регулирования и введения новых стандартов управления инвестиционными фондами появились некоторые признаки свертывания конгломератов. Как сообщалось, в 2004 г. Merrill Lynch, Morgan Stanley и Citigroup рассматривали вопрос о продаже или реструктурировании своих подразделений, управляющих активами. В начале 2005 г. American Express объявила о намерении выделить свое гигантское подразделение, занимающееся управлением инвестициями и маркетингом фондов, в отдельную фирму. Как будет показано в главе 8, только время покажет, принесут ли эти меры пользу акционерам и пайщикам инвестиционных фондов.

Уравнение «затраты-выгоды»

Далее, пассивность управления и руководства seriously отражается на соотношении затрат и выгод. Пусть другие вкалывают и несут почетные, но по большому счету умеренные издержки активности. Если усилия людей, выполняющих тяжелую работу, окажутся успешными, пассивные инвесторы, владеющие, скажем, остальными 95 – 99% акций компании, пожнут обильную жатву там, где не сеяли. Более того, пассивные инвесторы тоже извлекут выгоду из возросших возможностей выводить деньги из пенсионных и сберегательных фондов, которыми управляют активисты. Решение сохранять молчание становится, таким образом, беспритворным для ничего не делающего инвестора.

Учитывая существующие конфликты интересов, описанные выше, большую часть корпоративной активности предоставляют независимым институциональным инвесторам, которым не надо обслуживать клиентов частных пенсионных фондов. Эту обязанность возлагают на пенсионные фонды властей штатов и органов местного самоуправления и на TIAA-CREF – гигантский институт, задача которого предоставлять инвестиционные услуги профессорско-преподавательскому составу, учителям и административным работникам школ, колледжей и университетов.

Хотя активы профсоюзных пенсионных фондов сравнительно невелики, профсоюзы активно выступают за реформу. Однако пенсионные фонды профсоюзов, а порой и фонды властей штатов и органов местного самоуправления часто допускают проявление политических пристрастий при голосовании. Политическое давление порождает специфическую разновидность конфликта интересов на публичной арене, которая отличается от

конфликтов, порождаемых деловыми мотивами в частном секторе, но она не менее реальна. Она порождена возможностью обслуживать инвесторов, имеющих особые интересы, а не акционеров как группу. Но общественный интерес требует, чтобы все агентские институты честно выполняли свои фидуциарные обязанности перед своими принципалами, интересы которых они обязаны соблюдать и охранять.

От гражданской активности к гражданской пассивности

Подъему капитализма управляющих в огромной мере способствовали масштабные изменения, которые привели к тому, что собственники стали, по большей части, пассивными. В числе этих изменений отмечу сдвиг от индивидуальной собственности к собственности институциональной, проблему отношений агента и принципала (по-видимому, позволяющую институциональным посредникам ставить собственные интересы выше интересов собственников инвестиционных фондов и бенефициаров пенсионных фондов, т.е. выше интересов людей, которым посредники должны, предположительно, служить), очевидные конфликты интересов, подъем финансовых конгломератов, характерных для современной инвестирующей Америки, и соотношение затрат и выгод, благоприятствующее пассивности. В совокупности эти процессы возымели эффект, противоположный желаемому: они вызвали огромное снижение участия инвесторов в управлении американскими корпорациями.

Но такого не ожидали и не хотели. Например, в диссертации, написанной в Принстонском университете в 1951 г. и посвященной экономической роли инвестиционных

фондов, я, уделив целую главу роли влияния этих фондов на корпоративное управление, с одобрением отметил призыв, с которым в 1940 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам обратилась к инвестиционным фондам: они должны были сыграть «полезную роль представителей огромного числа бессловесных и неэффективных частных инвесторов корпораций, в которых заинтересованы фонды»⁸².

Отрасль, казалось, была готова выполнить этот наказ. В статье, опубликованной в 1949 г. в журнале *Fortune* и вдохновившей меня на написание диссертации, было написано: «Одной из любимых идей [Меррилла Грисволда, долгие годы бывшего председателем совета директоров *Massachusetts Investors Trust*, первого в США инвестиционного фонда, который оставался крупнейшим в течение первых 50 лет истории таких фондов] является мысль о том, что инвестиционный фонд <...> идеальный защитник мелких акционеров в отношениях с корпоративными управляющими по вопросам дивидендной политики корпораций, предотвращения слияний и голосований по доверенности»⁸³. В диссертации я одобрительно процитировал слова из опубликованной в *Harvard Business Review* статьи Грисволда: «Инвестиционные компании занимают позиции <...> которые позволяют им разумно сотрудничать с корпоративными управляющими в решении таких вопросов, как слияние, изменение структуры капитала и другие корпоративные изменения. Инвестиционные компании могут указывать цели подобных изменений и предлагать изменения,

⁸² Bogle J. The Economic Role of the Investment Company. Senior thesis. Princeton University, 1951. P. 94.

⁸³ Big Money in Boston // *Fortune*. 1949. December. P. 116.

необходимые для справедливого отношения ко всем акционерам. Как просвещенные и беспристрастные акционеры, инвестиционные компании могут выступать в защиту подвергшихся атакам предприятий и их управляющих»⁸⁴.

Таким образом, полвека назад институциональные инвесторы, персонифицированные инвестиционными паевыми фондами былых времен и, предположительно, зарождавшимися, только – только обозначившими свое присутствие пенсионными фондами, казалось, самой судьбой были предназначены играть активную роль в корпоративном управлении, добросовестно соблюдая обязанности корпоративных граждан.

Но этого не произошло.

Бенджамин Грэм о корпоративном управлении

Даже в то время легендарный Бенджамин Грэм был разочарован тем, что корпоративные собственники не способны действовать в своих интересах. Однако Грэм, как и Грисволд, возлагал большие надежды на то, что при необходимости акционеры примут участие в управлении и руководстве. В 1949 г. в первом издании своего классического труда «Разумный инвестор» Грэм, профессор Колумбийского университета, бывший наставником идола инвестиционного бизнеса Уоррена Баффета, из 240 страниц книги добрых 34 уделил важности отношений акционеров и управляющих⁸⁵. Приведу фрагмент из первого издания:

⁸⁴ Цит. по: Bogle]. Ibid. P. 101.

⁸⁵ Через 24 года в четвертом и последнем издании этой книги м-р Грэм уделил этой теме всего семь с половиной страниц. (Русский перевод книги Грэма выполнен по четвертому изданию, и потому цитируемый

Первый уровень — уровень юридических прав и правовых механизмов. Здесь акционеры как класс занимают положение королей. Действуя как большинство, они могут нанимать и увольнять управляющих и полностью подчинять их своей воле. Хотя права собственности могут быть широко рассеяны, юридических препятствий к объединению многих акционеров для создания действенного большинства голосов по любым вопросам нет и быть не может.

Второй уровень — уровень утверждения прав акционеров на практике. Здесь акционеры терпят полное фиаско. Как класс они не проявляют ни разума, ни бдительности. Они голосуют как овцы за любые рекомендации управляющих, независимо от того, насколько скверно действовали управляющие в прошлом и каковы их достижения.

Третий уровень — уровень действительного отношения управляющих к акционерам. Здесь картина удручающая. Обычно управляющие — люди честные, компетентные и справедливые. Они правильно управляют, даже если их легко отвлечь на неправильные цели. Здесь следует подчеркнуть, что хорошее, в общем, управление породило глупых акционеров. Если бы управляющие были, как правило, некомпетентны или бесчестны, на то, чтобы американские акционеры пробудились, не потребовалось бы много времени⁸⁶.

Боглом текст в нем отсутствует: Грэм Б. Разумный инвестор. М.: Вильямс, 2006.— Прим. ред.)

⁸⁶ Graham B. The Intelligent Investor (1949). New York: HarperCollins, 2005. P. 207 – 208. Все

Крушение оптимизма

Однако после выдвижения капитализма управляющих на первый план американские инвесторы, среди которых стали доминировать гигантские фирмы из списка 100 ведущих институциональных инвесторов, так и не пробудились. Первые два тезиса, выдвинутые Бенджамином Грэмом, сохраняют силу и поныне: во-первых, акционеры остаются, как и писал Грэм, «королями», а во-вторых, они по-прежнему держатся на периферии и терпят неудачи, не проявляя «ни разума, ни бдительности». Но третий, оптимистичный тезис о том, что собственники быстро выйдут из повиновения управляющим, оказался плохо обоснованным. В 1949г., задолго до своекорыстных эксцессов капитализма управляющих, свидетелями которых мы недавно стали, Грэм заметил: «В общем, условия действительно хороши, но есть слишком много исключений. Если в одной компании из десяти или управляющие демонстрируют некомпетентность, или к акционерам относятся без должного уважения, возникает ситуация, требующая от собственников крупных компаний Америки разумных действий».

Когда Грэм писал, что современные ему управляющие «правильно выполняют свою работу», он вряд ли мог вообразить, что в более поздние времена столь многие управляющие сочтут, что «смогут легко выполнять доверенное им дело неправильно». И все же даже в случаях, когда к управлению некоторых крупнейших американских компаний приходят вопиюще некомпетентные, не порядочные и неэффективные люди, институциональные акционеры США по большей части

приведенные далее цитаты из книги Грэма взяты из абзацев, опубликованных на этих страницах.

продолжают хранить молчание. Если в эпоху Грэма «хорошее, в общем, управление американскими корпорациями породило глупых акционеров», у нас нет свидетельств того, что недавние времена, когда было множество примеров «дурного управления» (управления неэффективного, получающего чрезмерные вознаграждения, нарушающего нормы деловой этики, занимающегося финансовыми махинациями и служащего прежде всего собственным интересам), породили умных инвесторов, появления которых ожидал Грэм. (Другие мудрые и проницательные суждения Грэма об отношениях собственников и управляющих приведены в примере 4.3.)

Ясно, что общий уровень порядочности управляющих, о котором писал Грэм много лет назад, с тех пор мало-помалу стал снижаться. Посмотрите на контраст между чрезмерными вознаграждениями управляющих и их личными недостатками, которые я описал в главе 1, и вознаграждениями и высокими стандартами порядочности управляющих в эпоху, описанную Грэмом. Добродетели управляющих той ранней эпохи точно описаны Полом Кругманом, ведущим колонку в New York Times:

В 1960 - х годах великие американские корпорации действовали, скорее, как социалистические страны, чем как капиталистические предприятия, ведущие безжалостную конкурентную борьбу друг с другом. А высшие управляющие этих корпораций вели себя, скорее, как руководствующиеся гражданственными чувствами бюрократы, нежели как капитаны промышленности. Я не преувеличиваю. Посмотрите, как описывал поведение управляющих Джон Кеннет Гэлбрейт в

опубликованной в 1967 г. книге «Новое индустриальное общество»: «Ради своего вознаграждения менеджеры так грубо действовать не будут: предполагается, что здравомыслящий управляющий будет проявлять сдержанность». Использование управляющими своего положения в корыстных целях — дело прошлого. «Вместе с властью принимать решения приходит и возможность делать деньги...» Если бы каждый пытался действовать по отдельности — в сфере операций компании с акциями, в области снабжения и сбыта — либо передавал за деньги другой фирме свои знания и опыт, корпорацию растащили бы на части. Однако благонамеренный служащий компании так поступать не станет; предельно эффективный моральный кодекс корпорации исключает такое поведение. Более того, групповой процесс принятия решений ведет к тому, что почти все действия и даже мысли отдельных лиц становятся общим достоянием. Неудивительно, что в результате претворяется в жизнь моральный кодекс, а служащие ведут себя очень честно⁸⁷.

ПРИМЕР 4.3

Бенджамин Грэм об отношениях собственников и управляющих

Есть всего два основных вопроса, на которые акционерам следует обратить внимание: (1) достаточно ли эффективно управление? (2) в

⁸⁷ Krugman P. For Richer //New York Times Magazine. 2002. October 10. P. 62. (ГэлбрейтД. Новое индустриальное общество. М.: Изд - во АСТ; Транзиткнига; СПб.: Terra Fantastica, 2004. С. 178, 180.)

должной ли мере соблюдают интересы среднего акционера со стороны? Довольно странно, но ни один из этих вопросов не получил должной постановки, даже в спорах между акционерами и управляющими. Такие споры в основном вращаются вокруг вопросов вознаграждений, получаемых управляющими, и обвинений управляющих в неподобающих действиях. Чрезмерные вознаграждения управляющих никоим образом не являются ничтожным вопросом. Здесь есть подлинные злоупотребления, особенно благодаря использованию опционов на акции по неадекватным ценам и иногда благодаря чрезмерным щедротам пенсионных фондов.

Отношение финансового мира к хорошему и плохому управлению представляется автору просто детским. Во-первых, у нас есть торжественное заверение в том, что качество управления – самое важное соображение при выборе объектов инвестирования. Во-вторых, мы сталкиваемся с полным отсутствием каких-либо серьезных попыток определить качество управления с помощью каких-то разумных критериев. В-третьих, мы не находим ни малейшей заинтересованности в здоровой цели совершенствования или замены слабых управляющих, хотя существование таких управляющих ни для кого не секрет. Первой и последней мудростью для собственников американских компаний являются слова: «Не нравятся управляющие – продавай свои акции».

Одна из причин того, что акционеры по большей части пренебрегают ролью советов директоров в определении способностей управляющих, – убеждение в том, что избранные акционерами директора обязаны и могут выносить важные суждения о качестве управляющих. Поскольку акционеры стоят намного дальше от

сцены, на которой принимают решения, чем директора, их традиционную инертность усиливает определенная логика. Эта же логика ограничивает выражение акционерами прав собственности при голосовании за директоров, кандидатуры которых внесены в выдвинутом по доверенности официальном заявлении.

Проблема состоит в том, что директора редко независимы от управляющих... По нашим наблюдениям, управляющие выбирают директоров чаще, чем директора избирают управляющих. [Когда управляющие] составляют большинство совета директоров... мысль о том, что директора действуют в противовес управляющим, оказывается вопиюще ошибочной. Но... даже директора, не являющиеся управлендами, в общем тесно связаны с управленцами узами дружбы, а порой и деловыми интересами. Если президент стал бесполезен или он не способен соответствовать возросшим требованиям, его друзья не станут его смещать.

источник: Graham B. The Intelligent Investor (1949). New York: HarperCollins, 2005. P. 208 – 209, 212.

Мир, описанный в 1967 г. гарвардским профессором Гэлбрейтом, – это тот же самый мир корпоративных управляющих, который ранее был описан Беном Грэмом в «Разумном инвесторе». То был мир управляющих, которые, как правило, были «честными, компетентными и справедливыми», были людьми, «которые управляли правильно». Тот мир очень отличается от мира корпоративной Америки, которая должна была вот-вот народиться. И этот новый мир оказался новой и гораздо менее привлекательной формой капитализма. Комментируя произошедшее изменение, Пол Кругман пишет:

Утверждения, что Америка вступила во второй «золотой век», — не преувеличения. В Америке эпохи среднего класса [эпохе, описанной в предшествующей цитате] классы, строившие особняки и яхты, практически исчезли... В 1970г. 0,01% самых богатых налогоплательщиков владел 0,7% общих доходов. Говоря иначе, эти люди зарабатывали «всего» лишь в 70 раз больше, чем средний американец, а этого было недостаточно для того, чтобы жить в мегадворцах. Но в 1998 г. 0,01% самых богатых налогоплательщиков получили более 3% всех доходов. Это означает, что 13 тысяч богатейших семейств Америки имели доходы, почти равные доходам 20 млн беднейших семейств. Доходы каждого из этих 13 тысяч семейств превышали доходы средней американской семьи в 300 раз⁸⁸.

Хотя эта сравнительно узкая группа хорошо зарабатывающих американцев состоит не только из генеральных директоров, но и из представителей шоу-бизнеса, выдающихся спортсменов и предпринимателей, очевидна параллель между вознаграждениями среднего генерального директора и заработками среднего рабочего, упомянутыми в главе 1. Соотношение 280 к 1 и поразительно, и зловеще⁸⁹. И даже теперь акционеры Америки не очнулись от спячки.

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ Говорят, что разбухающие компенсации генеральных директоров отчасти являются отражением огромных и становящихся все более известными общественности вознаграждений, которые получают звезды спорта, шоу-бизнеса и киноактеры. Такие сравнения абсурдны. Этим знаменитостей из собственных карманов в основном

Петарда взорвалась

Нельзя сказать, что Бен Грэм не предупредил нас о том, с чем придется столкнуться в будущем. Легендарный инвестор заключил свой анализ жестким высказыванием, который может прозвучать диссонансом сладкой разумности всего сказанного ранее. Изменение тона умышленно. Годы опыта научили нас тому, что единственный способ подвигнуть среднего американского акционера на какие-то независимые разумные действия — «взорвать под ним петарду»⁹⁰.

За полвека, прошедшие после публикации «Разумного инвестора», под американскими акционерами взорвали несколько петард. Хотя 100 ведущих институциональных инвесторов Америки обрели над корпоративной Америкой власть, которой теоретически никто не может бросить вызов, американские собственники-акционеры, по-видимому, игнорируют возмутительные эксцессы, потрясшие корпоративную Америку в последние годы, и фактически самоустранились не только от управления, но и от правовых и регулятивных процессов, направленных на реформирование зашатавшейся системы.

Посмотрите на отсутствие участия управляющих частных фондов, поразительное по сравнению с поведением государственных и публичных фондов:

оплачивают их поклонники или собственники команд и сетей. Генеральных директоров оплачивают советы директоров, причем деньгами, принадлежащими другим людям. Вот нагляднейший пример «проблемы агентов», присутствующей в нашей инвестиционной системе.

⁹⁰ Graham B. The Intelligent Investor. P. 228.

- ни один инвестиционный фонд, ни одна компания, управляющая пенсионным фондом, ни один банк и ни одна страховая компания ни разу не выдвинули с помощью голосов, принадлежащих им по доверенности, резолюции, которая была бы направлена против совета директоров или управляющих;
- ни один институциональный управляющий никогда не давал свидетельских показаний в конгрессе по поводу расходования опционов, несмотря на то, что у таких управляющих наверняка должно быть свое мнение по этому вопросу;
- ни один институциональный инвестор не дал показаний конгрессу по поводу самого значительного за последние 50 лет закона, касающегося публичных компаний, — закона Сарбейнса—Оксли⁹¹;
- среди примерно 17 тысяч ответов на предложение Комиссии по ценным бумагам и биржам предоставить ограниченный доступ к предложениям, выдвинутым по доверенности и позволяющим институтам назначать корпоративных директоров, не было ни одного ответа крупного акционера, который потребовал бы более существенного доступа. А

⁹¹ Первые три пункта обвинения выдвинуты Джоном Биггсом в обращении к Конференции «Институциональные инвесторы как собственники» (обращение называлось «Сильные управляющие, слабые советы директоров, пассивные собственники: правильна ли такая формула?»). Здесь доводы Биггса изложены словами автора этой книги. См.: Biggs J. Strong Managers, Weak Boards, Passive Owners: A Fair Description? New York: New York University's Stern School of Business, 2005. February 5.

большинство крупных акционеров не удосужились даже отреагировать на инициативу Комиссии (некоторые даже требовали ужесточить ограничения на доступ);

- ни один из крупных акционеров не обратился в Совет по финансовым стандартам бухгалтерской отчетности с просьбой заняться включением опционов на приобретение акций в расходы;
- ни один старший управляющий какого-либо комплекса инвестиционных фондов не выступил по вопросу прав и обязанностей акционеров корпораций или инвестиционных фондов⁹².

Настало время взорвать петарду под инвестирующей Америкой. Действительно, в этом новом веке капитализма управляющих, который Грэм не мог даже вообразить, необходимо взорвать целый ящик петард под каждой корпорацией, где интересы управляющих поставлены выше интересов собственников. Большую часть неспособности американских корпораций позаботиться об интересах собственников можно связать с перекосом развития инвестирующей Америки. Хотя частные инвесторы в основном вытеснены институциональными инвесторами, новые могущественные собственники, по-видимому, лишь в малой мере заботятся об интересах людей, от имени которых они инвестируют.

Одновременно стратегический дух инвестирующей Америки переключился с мудрости долгосрочного инвестирования на безумство краткосрочных спекуляций. По мере того как разумные институциональные инвесторы стали

⁹² Я внимательно изучил источники, но, возможно, упустил из виду людей, выдвинувших одно из этих заключительных обвинений. Если так получилось, приношу свои извинения за упущение.

сосредотачивать внимание на котировках, а не на ценности корпораций, собственники акций мистическим образом превратились в держателей акций. Людям, которые арендовали акции, вряд ли надо заботиться об обязанностях, лежащих на корпоративных гражданах, но люди, которые владеют акциями на правах собственности, должны заботиться об управлении. И верно, они не могут себе позволить не заботиться об управлении.

По мере того как инвестирующая Америка стала сосредотачивать внимание на постоянно меняющихся котировках, а не на ценностях, внутренне присущих корпорациям, инвестирующая Америка номинально стала возглавлять эпоху чрезмерных вознаграждений управляющих и финансовых подлогов. И за то и за другое Америка продолжает платить немалую цену и нести тяжкое бремя. Люди, вчера бывшие собственниками корпоративной Америки, сегодня стали держателями, арендаторами корпоративной Америки, позволившими, способствовавшими и потворствовавшими патологическому перерождению капитализма собственников в капитализм управляющих. В следующей главе я рассмотрю причины сбоев в развитии инвестирующей Америки.

Глава 5. Почему инвестирующая Америка пошла по неверному пути?

Сиюминутная точность котировок против непреодолимой важности внутренней стоимости

Неспособность инвестирующей Америки осуществлять свои права собственности на корпоративную Америку — главный фактор, предопределивший патологическую мутацию, которая превратила капитализм собственников в капитализм управляющих. На этой мутации, в свою очередь, лежит огромная ответственность за возмутительные эксцессы в вознаграждениях управляющих, а также за пороки самой инвестиционной системы, возникшей в конце XX в. и достигшей пика своего развития во время последнего приступа биржевой лихорадкой. Одним из самых важных факторов, способствовавших этой трансформации, было тектоническое изменение философии инвестирующей Америки, о котором я упоминал в предыдущей главе, отход от мудрости долгосрочного инвестирования к безрассудству краткосрочных спекуляций, отход, который превратил собственников акций былых времен в людей, ныне занимающихся торговлей акциями.

Жуткая тишина

Управляющие институциональных инвесторов должны были понимать, что происходит с корпоративной Америкой. Задолго до того как на фондовом рынке произошло «схлопывание», блестяще образованные, получившие прекрасную профессиональную подготовку и богатый опыт аналитики отрасли и портфельные управляющие должны были проникнуть в тайны налоговых и

финансовых деклараций компаний и оценить планы корпоративной стратегии. Они должны были измерить, как денежные потоки соотносятся с декларируемыми прибылями, определить степень отклонения этих постоянно ложных «ожидаемых» прибылей от прибылей реальных и степень, в которой корпорации приближаются к своим долгосрочным целям. И все же мы слышим лишь редкие голоса, если вообще такие голоса раздаются. Каковы бы ни были причины такой слепоты и немоты, история наглядно демонстрирует тот факт, что инвестирующая Америка в основном пренебрегает вопросами корпоративного управления. Воспользовавшись формулировкой Пого⁹³, можно сказать: «Мы встретили врага реформы управления. И этот враг — мы сами».

В прошлом Института инвестиционных компаний, торговой ассоциации инвестиционных фондов, бесполезно искать семинар по корпоративному управлению, который был бы спонсирован им. Невозможно найти даже какую-то прорывную сессию одного из собраний всех членов этой организации, которая называлась бы «Служение акционерам фондов путем ликвидации финансовых махинаций». Даже немногочисленные по-настоящему активные управляющие фондами — тут сразу вспоминаются Майкл Прайс из Mutual Shares и Джон Нефф из Windsor Fund — сошли со сцены, уступив свое место новому поколению управляющих, среди которых слишком мало действительно благородных людей, подобных Биллу Миллеру из Legg Mason.

⁹³ Пого — главный персонаж созданного Уолтером Келли мультсериала, ежедневно демонстрировавшегося по американскому телевидению в 1948 — 1975 гг.— Прим. перев.

Факторов, способствовавших непринужденной атмосфере, которая царила во время биржевой горячки, очень много. Как всегда, свою роль сыграли и вроде бы неопровержимые новые идеи. Например, на рубеже тысячелетий пришествие информационного века и Интернет-революции стало еще одной несчастной параллелью с ожидавшимся в начале XVIII в. бумом торговли ценными бумагами Компании южных морей. Но главной силой стал «заговор счастливых», в который, умышленно или неумышленно, вступили корпоративные управляющие и управляющие институциональных инвесторов. Когда нашими финансовыми рынками движет спекулятивная торговля, возникает неодолимое давление, заставляющее фальсифицировать отчетность для поддержания искусственных цен на фондовом рынке. Говоря словами Оскара Уайльда, которые я уже приводил в этой книге, управляющие, по-видимому, «всему знают цену и ничего не ценят».

То, как ведут себя финансовые управляющие, неразрывно связано с поведением корпоративных управляющих (и наоборот). Если финансовый управляющий почти всецело сосредоточен на текущей цене акций, а не на внутренней стоимости корпорации, не стоит удивляться тому, что и корпоративный управляющий, пытаясь играть по правилам «системы», сосредотачивает внимание на цене акций. Сходным образом, если корпоративный управляющий фальсифицирует прибыль корпорации, не стоит удивляться тому, что и финансовые управляющие пытаются нажиться на порожденном неопытностью согласия рынка с любой объявленной корпорациями прибылью. Рынку свойственно не критически путать иллюзии с реальностью.

Триумф краткосрочности

Когда американские собственники акций, особенно американские гигантские институты, так сосредоточены на краткосрочных инвестиционных горизонтах, первой жертвой становится ответственность, сопряженная с корпоративным гражданством. В то время как вопросы корпоративного управления требуют, по-видимому, пристального внимания со стороны долгосрочного инвестора, акционеры как собственники утрачивают значительную, если не всю, свою важность, которая переходит к спекулянту, играющему в краткосрочные игры.

Слишком большую часть отрасли, занимающейся управлением инвестициями, можно обоснованно охарактеризовать как худший пример узости временного горизонта. Температуру, так сказать, пациента-инвестора можно измерить скоростью оборота бумаг из его портфеля. Например, средний оборот акций в портфелях инвестиционных фондов подскочил с поразительно стабильного уровня примерно в 15% (этот уровень держался из года в год на протяжении десятилетий, вплоть до середины 1960-х гг.) до 100% и более с конца 1990-х гг.⁹⁴ Соответственно, исчезал и интерес к управлению.

⁹⁴ Оборот определяют как разницу между покупками ценных бумаг в портфель или портфельными продажами (и то и другое выражено в процентах к общей величине активов портфеля). Таким образом, фонд, имеющий активов на сумму в 1 млрд долл., купивший акции на сумму 1,2 млрд долл. и продавший акций на 0,9 млрд долл., должен сообщить о том, что его оборот составил 90%, даже если общая стоимость совершенных этим фондом сделок составила 2,1 млрд долл., или 210% активов фонда. (Превышение суммы покупок над

Если в прежние времена среднюю обыкновенную акцию фонд держал в своем портфеле в течение шести лет, что делало инвестиционные фонды отраслью, владеющей акциями, то ныне год, в течение которого инвестиционные фонды держат такие же акции, превратил инвестиционные фонды в отрасль, арендующую акции. Зачем тратить деньги на оценку управления компаниями, если фонд не будет держать эти акции до момента следующих выборов в совет директоров компаний? Действительно, учитывая ориентированную на сверхкраткие сроки торговую деятельность, которая характерна ныне для большинства институциональных инвесторов, очевидное нежелание портфельных управляющих поднимать вопросы управления может на самом деле отражать своего рода извращенный здравый смысл. Даже если отказ от постановки этих вопросов вреден.

Наигранная скромность

Но самоустранение большинства финансовых институтов от решения проблем руководства и управления объясняется чем-то большим, нежели узостью временных горизонтов. Посмотрите на индексные фонды и другие фонды, проводящие, в сущности, статичные стратегии «купи и держи». Этим фондам в настоящее время принадлежит 25% общего количества акций, которыми владеют 100 ведущих институциональных инвесторов США. Такие фонды обычно приобретают акции, пользующиеся спросом (или акции, входящие в индекс Standard & Poor's 500 Composite Stock Price Index, или попросту S&P 500), устанавливая соотношение пакетов акций разных компаний на основании

суммой продаж, равное 0,3 млрд долл., создано чистым притоком денег в фонд.)

рыночной капитализации этих компаний. Затем фонды держат эти пакеты акций в течение, скажем, неограниченно долгого времени. Индексные фонды — в сущности долгосрочные инвесторы. Они не могут следовать старому правилу Уолл-стрит, гласящему: «Не нравятся управляющие — продавай свои акции», и не следуют ему. Единственная мера, к которой могут прибегнуть такие фонды, сталкиваясь с корпоративными проблемами, — обращение к директорам корпораций с просьбой устранить проблемы. И все же голоса тех, кто стремится оградить интересы долгосрочных инвесторов, если и слышны, то слышны как шепот.

Более того, даже активные управляющие, демонстрирующие показатели, которые по нынешним временам считаются низкими показателями оборота (скажем, менее чем 35% в год), в общем, воздерживаются от вмешательства в дела корпораций, в которые они инвестируют. Одна из очевидных причин такой пассивности — стремление избежать разногласий. В бизнесе подбора оптимальных активов (а именно в такой бизнес превратилось ныне управление финансами фондов) непримиримость в спорных вопросах — скорее несчастье, а не благо. Управляющие, пользующиеся репутацией докучливых насекомых-кровососов, вряд ли привлекут много корпоративных клиентов. По-видимому, постоянно действующим правилом институциональных управляющих стал принцип «не будите спящих собак». Институциональные управляющие, кажется, рассматривают вопросы корпоративного управления как второстепенные, не имеющие отношения к их стремлению обеспечить максимально высокие прибыли на инвестированный капитал.

Мудрость Бенджамина Грэма и Уоррена Баффета

Узость временных горизонтов, характерная для поведения институциональных управляющих, противоречит мудрости и выдающихся инвесторов современности, и инвесторов более ранних периодов. В настоящее время очень немногие управляющие инвестициями покупают и держат акции в течение длительного времени и слишком многие управляющие инвестициями стремительно торгуют своими акциями. Большинство управляющих совершают сделки, руководствуясь постоянно меняющимися оценками, которые ежедневно дает «господин Рынок», — образный персонаж, созданный легендарным инвестором и учителем Бенджамин Грэмом (мы встретились с ним в предыдущей главе).

Как указывал Грэм, «г-н Рынок» ежедневно стучится в двери каждого инвестора, в любое предприятие и предлагает купить у него акции инвестора или продать ему акции — по текущей цене. Но, поддаваясь на уловки «г-на Рынка», инвесторы позволяют сиюминутным настроениям взять верх над долгосрочными экономическими соображениями. Снижения-повышения котировок заставляют инвесторов думать не о том, о чем нужно. «В краткосрочной перспективе фондовый рынок действует как машина для голосования, — отмечал Грэм, — а в долгосрочной перспективе — как аппарат взвешивания»⁹⁵.

Мнение Грэма таково: управляющие корпорациями стремятся повысить долгосрочную стоимость корпораций, если угодно, увеличить вес корпораций, что сделает их корпорации лучшими объектами для инвестирования по сравнению с теми

⁹⁵ Цит. по: Buffett W.E. Chairman's Letter, Berkshire Hathaway 1987. Annual Report. 1988. February 29.

корпорациями, управляющие которых увлечены повышением краткосрочных цен на акции. Такие управляющие достигают своей цели путем манипуляций с квартальными доходами, прибегая к манипуляциям ради увеличения числа голосов, поданных за их компании на рынке. Простая метафора Грэма раскрывается на практике. Данные за прошлые периоды ясно показывают: управляющие фондов, которые держат акции компаний продолжительное время и дают время для наращивания внутренней стоимости этих компаний, обеспечивают своим клиентам более высокие доходы, чем доходы, которые обеспечивают управляющие, придерживающиеся акции на короткий срок и продающие их всякий раз, когда «г-н Рынок» предлагает соблазнительную, но мимолетную цену.

Например, за последнее десятилетие квартиль инвестиционных фондов, работающих с акциями и демонстрирующих низкий оборот, обеспечивал ежегодный доход, который, с поправкой на риск, составил 11,6%. Этот показатель превышает показатель фондов, входящих в квартиль фондов с высоким оборотом, на 2,8% в год. Ежегодный доход фондов с высоким оборотом составил 8,8%. Доходы от вложений в фонды с низкими оборотами акций на 31% выше доходов, обеспечиваемых фондами с высокими оборотами. С учетом сложного процента за десятилетие доход, который обеспечивают фонды с низкими оборотами, увеличился на 200%. Доход, обеспечиваемый фондами с высоким оборотом, за тот же период возрос на 132%. Поистине невероятный прирост, равный 51%. Та же закономерность сохраняется и при ранжировании фондов по рыночной капитализации их портфелей и инвестиционным целям. (Эта обратная корреляция между оборотом и

эффективностью работы фондов подтверждена и многими другими исследованиями.)

Столь же легендарный инвестор, Уоррен Баффет из Berkshire Hathaway, бывший протеже Бенджамина Грэма, — один из тех корпоративных управляющих, сохранивших верность первоначальным идеалам. Как инвестор, управляющий портфелем акций публичных компаний (стоимость этого портфеля составляет 38 млрд долл.), Баффет чутко реагирует не на результаты краткосрочного голосования, а на долгосрочное увеличение веса корпораций. Баффет описывает свой излюбленный срок удержания акций в портфеле словом «навсегда». Результаты его деятельности говорят сами за себя: долгосрочные доходы Berkshire Hathaway существенно превосходят доходы даже самых успешных инвестиционных организаций. Более того, философия Баффета как финансового управляющего полностью соответствует его философии как корпоративного управляющего.

Компания Баффета — публичная, и Баффет регулярно внушает, даже вдальблывает своим акционерам мысль о том, что он предпочитает, чтобы акции Berkshire Hathaway торговались по цене, равной или близкой к внутренней стоимости компании, без существенных отклонений от этой цены в большую или меньшую сторону. Баффет объясняет: «Внутренняя стоимость компании — это дисконтированная стоимость денег, которые могут быть получены из компании на протяжении срока ее существования... Если акции на какое-то время приносят доходы, которые превышают доходы, средние для отрасли в целом, или оказываются ниже средних для отрасли доходов, ограниченное число акционеров (либо продавцы, либо покупатели) получает непропорциональные выгоды за счет тех, кто вступает с ними в сделки. [Но]

со временем совокупные выгоды акционеров Berkshire необходимым образом соответствуют выгодам, которые получает компания»⁹⁶. Обнадеживающие слова человека, знающего, что важно в инвестировании.

Джон Мейнард Кейнс подтверждает традиционную мудрость

Грэм и Баффет — не единственные блистательные инвесторы, озабоченные возрастающей ролью спекуляций в поведении профессиональных инвесторов. Ранее, в 1930 — х гг., выдающийся британский экономист Джон Мейнард Кейнс выразил озабоченность последствиями, которые имеют для общества краткосрочные спекуляции. «Условная оценка, которая складывается как результат массовой психологии большого числа несведущих индивидуумов, подвержена резким изменениям под влиянием внезапных колебаний в мнениях, обусловленных факторами, которые в действительности не имеют большого значения для ожидаемых доходов; да и нет достаточных оснований ждать устойчивости этой оценки»⁹⁷. В результате «рынок попадает под влияние смены оптимистического и пессимистического настроений, которые не имеют разумных причин и все же в известном смысле закономерны там, где отсутствует солидная база для здравых расчетов». Затем лорд Кейнс пророчески добавил, что данный тренд усилится, поскольку «можно было бы

⁹⁶ Buffett W.E. Chairman's Letter. Berkshire Hathaway 1996 Annual Report. 1997. February 28.

⁹⁷ Эта и последующие цитаты из Кейнса цит. по: Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978. С. 218 — 220.

полагать, что конкуренция между квалифицированными профессионалами, обладающими рассудительностью и знаниями выше уровня среднего частного инвестора, нейтрализует причуды неосведомленного индивидуума, предоставленного самому себе. На деле, однако, энергия и искусство профессиональных инвесторов и биржевых игроков часто направляются в иную сторону. Большинство этих лиц в действительности весьма озабочено не тем, чтобы составить наилучший долгосрочный прогноз ожидаемого дохода от инвестиций за все время их эксплуатации, а тем, чтобы предугадать немного раньше широкой публики изменения в системе взаимно разделяемых условностей как основы рыночной оценки». В результате, предупреждает Кейнс, фондовый рынок превратится в «состязание в хитроумии — в том, чтобы предугадать за месяц-другой вперед, на чем будет основываться условная оценка, а вовсе не в том, чтобы оценить ожидаемый доход от инвестиций за долгий ряд лет».

1:0 в пользу Кейнса в матче Кейнс–Богл

В 1951 г. я процитировал эти слова Кейнса в диссертации, и тогда у меня хватило смелости не согласиться с британским экономистом. Портфельные управляющие, работающие в инвестиционных фондах, которым я предрекал значительное развитие, «обеспечат рынок спросом на ценные бумаги, который будет устойчивым, утонченным, просвещенным и аналитическим [курсив добавлен], спросом, который основан, в сущности, на эффективности корпораций, а не на общественной оценке стоимости акций, т.е. на их

цене»⁹⁸. Увы, тот изощренный, аналитический спрос, который, как я предсказывал, будут предъявлять инвесторы-профессионалы, не возник. И сегодня, через 54 года после того как мной были написаны эти слова, я должен нехотя признать, что Кейнс был прав в своей мирской мудрости, а незрелый Богл ошибался. Обозначим счет в этом матче – 1:0 в пользу Кейнса.

В недавние годы мы заплатили высокую цену за сдвиг, который был точно предсказан Кейнсом. По мере того как профессиональные институциональные инвесторы переключили внимание с того, что Кейнс называл «ровным потоком предпринимательства», безрассудные краткосрочные спекуляции, «расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома». Как и предупреждал Кейнс, «положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции»⁹⁹.

Торжество эмоций над экономическими соображениями, отразившее мышление азартных игроков, характерное для столь многих институциональных инвесторов, имеет жестокие последствия. Когда восприятие – точная, но сиюминутная, эфемерная цена акций – резко расходится с реальностью (трудноизмеримой, но долгосрочной стоимостью, внутренне присущей корпорациям), разрыв можно примирить только за счет (и в ущерб) реальности. Повысить (или понизить) реальность и привести ее в соответствие с восприятием в короткие сроки практически невозможно, а требующая усилий

⁹⁸ Bogle]. С. The Economic Role of the Investment Company. Senior thesis. Princeton University, 1951. P. 109.

⁹⁹ КейнсДж. М, Указ. соч. С. 224.

задача наращивания стоимости корпораций в условиях конкуренции — дело долгосрочное. Поскольку американские институты потеряли ориентиры во время недавней рыночной лихорадки, капитализм плохо справился со своей работой.

Пренебрегая мудростью

И все же инвестирующая Америка не только пренебрегла основами инвестиций, заложенными величайшими гуру инвестиционного бизнеса и освященными их мудростью. Инвестирующая Америка пренебрегла и тем, насколько глубоко финансовые рынки увязли в трясине спекуляций. Этот сдвиг центра внимания с вечной важности внутренней стоимости корпорациям на сиюминутную точность цены на акции стал коренной причиной большей части сбоев в функционировании инвестирующей Америки. Для того чтобы предсказать этот перекося, требовался только здравый смысл.

В октябре 1999 г., всего лишь за несколько месяцев до начала Великого краха 2000 – 2002 гг., почти все разделяли кипучий энтузиазм, царивший на фондовом рынке. Только инвесторы, продающие акции, составляли незначительное меньшинство остававшихся на обочине процесса. Именно тогда в речи, называвшейся «Молчание фондов», обращенной к Нью-Йоркскому обществу специалистов по анализу ценных бумаг, я выразил обеспокоенность происходящим. В этой речи я описал всепроникающие «бычьи» настроения того момента, возникшие в результате «заговора счастливых». Участниками этого заговора стали корпоративные управленцы, генеральные и финансовые директора, директора, аудиторы, юристы, инвестиционные банкиры Уолл-стрит, аналитики, разрабатывающие рекомендации о продаже ценных бумаг, покупающие ценные бумаги

портфельные управляющие и, будем откровенны, сами инвесторы, как частные лица, так и институциональные инвесторы.

Ожидаемые доходы и искаженное представление данных

Эйфория, которой вскоре предстояло закончиться, основывалась на завышенных ожиданиях роста корпоративных доходов. Ожидания эти выходили за рамки разумного и опыта прошлого. Корпоративные управляющие предсказывали значительный рост доходов (скажем, на 12% в год), регулярно докладывали финансовому сообществу о краткосрочных успехах корпораций и, квартал за кварталом, никогда не ошибались: реальные доходы всегда соответствовали прогнозам, ранее сделанным управляющими корпораций. Поскольку эти прогнозы будущего роста сбывались (или по меньшей мере их воспринимали как реально сбывшиеся), цены на акции, соответственно, росли, что приводило акционеров в восторг, повышало стоимость торгуемых акций, увеличивало прибыли управленцев от реализации опционов на акции. Кроме того, соответствие результатов прогнозам вводило в соблазн наемных сотрудников компаний: работники выделяли значительную часть своих сбережений на приобретение акций компаний, в которых они работали, и способствовало ажиотажному спросу на первичные публичные предложения акций, хотя эмитенты этих акций нередко были сомнительными. Мультипликаторы коэффициента «цена–прибыль» росли все выше, и у компаний сектора «новой экономики», у которых зачастую не было никаких доходов, коэффициенты «цена–продажи» бесперебойно заполняли разрыв между прогнозами и реальностью. Инвестирующая Америка требовала

предсказуемого и устойчивого роста доходов — и корпоративная Америка, ей-богу, старалась удовлетворить это требование.

Исследование 500 тыс. прогнозов доходов, сделанных с 1973 по 1996 г., показало вероятность того, что допускающие 5%-е отклонения от суммы реальных доходов предсказания специалистов по анализу ценных бумаг на протяжении десяти следующих друг за другом кварталов наблюдались в 1 из 200000 случаев. Однако на протяжении 20 следующих друг за другом кварталов (этот период закончился 30 июня 1998 г.) специалисты по анализу ценных бумаг единодушно утверждали, что отклонение реальных доходов General Electric от прогнозных составит 2,37%. По словам Джеймса Гранта, редактора Grant's Interest Rate Observer, «вероятность такой поразительной точности прогнозов, сделанных Уолл-стрит, равна 1 на 50 миллиардов случаев. Так кто там говорит, что „бычьи“ рынки делают инвесторов дураками?»¹⁰⁰

Учитывая изменение условий ведения бизнеса, колебания экономики, экспоненциальный рост технологий и то, что до предела ожесточенная ценовая конкуренция приносит выгоды потребителям за счет производителей, примечательно, что инвесторы сначала принимают, затем хвалят мысль о том, что доходы корпораций могут постоянно, последовательно расти, все выше и выше. Наконец, инвесторы начинают полностью полагаться на эту мысль. Но это нереально. Финансовая отчетность корпоративной Америки

¹⁰⁰ Цитаты взяты из статьи: Grant J. One in 50 Billion//Grant's Interest Rate Observer. 1999. July 17. P. 2.

стала характеризоваться не стабильностью и последовательностью, а мошенничеством.

В качестве доказательства Грант приводит результаты опроса, проведенного журналом Business Week. Опрошены были 160 финансовых директоров компаний. Их просили выразить отношение к следующему утверждению: «Как финансовый директор я отклоняю требования других управляющих фальсифицировать результаты корпорации». 55% респондентов ответили: «Да, я отвергаю такие требования». 12% респондентов ответили: «Я уступаю таким требованиям». Только 33% респондентов ответили: «Никогда не получал таких требований». Другими словами, заключает Грант, две трети опрошенных финансовых директоров получали просьбы подтасовать цифры в отчетности. Такой обман тактично стали называть агрессивным ведением отчетности.

Цитируя слова финансового управляющего Джеймса Чаноса, Грант добавляет: «Все привыкли к мысли о бесконечном росте доходов и не обращают внимания на то, что компании наращивают показатели с помощью ухищрений и махинаций, так что теперь ни у кого нет даже легкого разочарования...» Чандос прибавляет: «Когда за добросовестными списаниями [следуют] произвольные требования самых разных списаний или создания ненужных ресурсов, у меня возникают проблемы. Например, компания спишет дебиторскую задолженность перед приобретенной ей компанией как безнадежную, а затем получит эту задолженность, не понеся при этом никаких расходов. Или компания списывает полную стоимость вполне хорошего завода и его оборудования, а затем избавляется от амортизационных расходов по этому заводу. А вот еще один пример, мой самый любимый: открывается

счет фиктивных начисленных долгов, своего рода смутных будущих расходов, с последующим списанием этих средств, поскольку никаких расходов по таким задолженностям нет... Слияния и поглощения дают практически неограниченные возможности для бухгалтерских ухищрений».

Реальные доходы

Ну и что в этом плохого? Как я сказал в уже упомянутом выше выступлении перед финансовыми аналитиками, в подобной практике плохо одно: «Мы начинаем считать само собой разумеющимся постоянный рост доходов, которые на самом деле колеблются... Где – то в будущем нас поджидает день расплаты. И этот день будет не из приятных»¹⁰¹. Судя по уровню биржевых котировок, день расплаты приближался. 24 марта 2000 г., всего лишь через несколько месяцев после моего выступления, фондовый рынок достиг максимальных высот, а затем началось снижение котировок. Когда 9 октября 2002 г. котировки достигли минимума, индекс NASDAQ, который отражает состояние компаний «новой экономики», обвалился на 78%, тогда как индекс NYSE, отражающий состояние компаний «старой экономики», снизился на 33%. Хотя с тех пор оба индекса отчасти отыграли потери, совокупная рыночная капитализация акций американских компаний все равно остается примерно на 4 трлн долл. меньше 17 трлн (а именно такой была капитализация на пике рыночной лихорадки).

Как мы видели, когда мы неоднократно дурачим сами себя и других и когда разрыв между

¹⁰¹ Bogle J. C. The Silence of the Funds. Speech before the New York Society of Securities Analysts, New York, October 20, 1999.

восприятием и реальностью достигает невообразимых масштабов, возвращение реальности становится всего лишь вопросом времени. И реальность обычно мстит за то, что ею так долго и так сильно пренебрегали. Спекулянты и трейдеры, занимающиеся внутридневной торговлей, испытывают финансовые стеснения, подчас весьма жесткие. Инвесторы, предававшиеся чрезмерному оптимизму, понимают, где допустили ошибку, и начинают вести себя осмотрительнее. Мало-помалу идея стоимости возвращается на фондовый рынок. Из забвения снова возникает вечная истина: стоимость акций любой корпорации – это дисконтированная стоимость денежного потока, который получит корпорация в будущем. Мы снова и снова понимаем, что цель фондового рынка – просто обеспечение ликвидности акций в обмен на обещание потоков наличности в будущем, что позволяет продавцам акций в любой момент реализовать текущую стоимость будущих доходов, а покупателям акций – приобрести право на участие в этих будущих доходах. Мы снова начинаем понимать, что корпорации должны зарабатывать реальные деньги.

Почти нет нужды говорить о том, что пузыри раздуваются нереалистичными ожиданиями. А американская финансовая система, по-видимому, процветает на наращивании ожиданий, которые безгранично оптимистичны. Аналитики Уолл-стрит непрерывно демонстрируют «бычий» настрой: из 1028 рекомендаций по акциям, сделанных типичной брокерской фирмой в I квартале 2001 г., лишь в 7 советовали «продавать». Даже в октябре 2001 г., накануне крушения Enron, 17 из 18 аналитиков рекомендовали покупать акции этой компании. Вернемся в 1981 г., когда среди аналитиков сложился консенсус, согласно которому рост

корпоративных доходов в течение следующих 5 лет никогда не будет меньше 10,2%, а в среднем составит 11,5%¹⁰². Этот прогноз почти вдвое превысил реальный ежегодный рост, наблюдавшийся в течение более чем 20 лет и составивший 6%.

О чем думали профессионалы?

Понимали ли специалисты по анализу ценных бумаг и финансовые управляющие, достаточно глубоко изучившие методы фальсификации финансовой отчетности, что происходит за кулисами? Позвольте мне сослаться на личный опыт. В 1997 г. председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам Артур Левит поручил Независимому совету по стандартам США изучить состояние финансовой отчетности, сосредоточив при этом внимание на вопросе, действительно ли аудиторы независимы от клиентов, точность отчетности которых они подтверждают. Тот ныне забытый Совет состоял из четырех независимых членов и четырех представителей профессии – генеральных директоров трех из тогдашней «большой пятерки» бухгалтерских фирм и президента Американского института дипломированных бухгалтеров-аудиторов. Уильям Т. Аллеи, выдающийся юрист и бывший председатель суда справедливости штата Делавэр, был председателем совета, а я имел честь работать под его руководством¹⁰³.

¹⁰² Максимальный прогноз, предсказывавший, что в течение 5 следующих лет доходы будут расти на 14,6% в год, был сделан в конце 2000 г., как раз накануне падения доходов, которые в 2001 г. сократились на 50%.

¹⁰³ Двумя другими независимыми членами Совета были Роберт Денхэм и Мануэль Джонсон. Мы начали работу летом 1997 г. и за последующие три года опубликовали

По ходу работы Совета мы пользовались услугами уважаемой консалтинговой фирмы Earncliffe Research and Communications, которая готовила исследование оценки восприятия различными группами концепции независимости и объективности аудиторов. Фирма провела интервью со 133 старшими управляющими, представлявшими разные группы. Среди опрошенных были генеральные директора, финансовые директора фирм, получивших патенты Комиссии по ценным бумагам и биржам, председатели аудиторских комитетов, аудиторы – партнеры и исследователи – аналитики, работавшие как на продавцов, так и на покупателей.

Полное подтверждение здоровья финансовой отчетности?

Председатель Аллен и я встретились с небольшой группой опытных и разбирающихся в финансовых вопросах специалистов по анализу ценных бумаг из восьми крупных фирм, управлявших финансами. На этой встрече эксперты выразили удовлетворение порядочностью бухгалтеров и достоверностью финансовых отчетов, хотя и признали, что аудитор, труд которого оплачивает клиент, не может быть по-настоящему независимым. Эксперты также выразили уверенность в том, что «репутационный капитал» аудитора исключает мошенничество. (Никто, впрочем, не отметил, что аудитор, имеющий репутацию человека, решительно отказывающегося удовлетворять требования управляющих, скорее всего, недолго продержится в

ряд независимых стандартов. Однако, учитывая трудноразрешимый вопрос о функциональном разделении бухгалтерского учета и консалтинга, Комиссия по ценным бумагам и биржам в конце концов решила издать собственные независимые правила, и в июле 2000 г. Совет был распущен.

бизнесе!) Лишь один аналитик из восьми, Тревор Харрис из Morgan Stanley, выразил серьезную озабоченность: «Аудиторы перестали думать самостоятельно и превратились в клерков, которые прячутся за правилами (например, в случаях, касающихся медицинских расходов после выхода на пенсию) и ставят формальность выше существа дела». Он же выразил «серьезную озабоченность недостоверностью финансовых отчетов, которая наверняка вскрыется при обвале фондового рынка»¹⁰⁴.

Результаты опроса наглядно показали, что высказанные Харрисом тревоги разделяют немногие, и финансовая отчетность, а заодно и аудит получили сертификат о полном здоровье. В опубликованном в ноябре 1999 г. отчете фирма Earncliffe сообщила о том, что среди управляющих существует явный консенсус: «Принятый в США стандарт финансовой отчетности превосходит... представленные в отчетах фактические цифры точно отражают картину финансового здоровья опубликовавших отчеты компаний... очень немногие считают, что аудиторы серьезно занимаются творческим управлением доходами... большая часть финансовой отчетности заслуживает доверия». Что касается условия, согласно которому нельзя оказывать аудиторские и консалтинговые услуги одному клиенту, то «почти все высказываются за разрешение такого совместительства, а не за его запрет». Хотя некоторые из респондентов выразили озабоченность управлением доходами, общее мнение было таково: «Комиссия по ценным бумагам и биржам преувеличивает проблему независимости аудита; существует обеспокоенность тем, что чрезмерное

¹⁰⁴ Архивы Дж. К. Богла.

регулирование вынудит хороших специалистов уйти из [аудиторской] профессии»¹⁰⁵.

Когда этот отчет был опубликован, Американский институт дипломированных бухгалтеров – аудиторов перевел дух и с несколько наигранной гордостью заявил: «Мы разделяем выраженное в отчете мнение о том, что финансовая отчетность в США исключительно сильна... и согласны с тем, что СМИ создали впечатление, будто существует серьезная проблема там, где ее нет»¹⁰⁶.

Сильно сказано! Прошло шесть лет. Миновал еще один период «медвежьего» рынка, и теперь мы знаем, что радостная, но наивная традиционная мудрость более ранней эпохи, разделяемая не только генеральными и финансовыми директорами, но и специалистами по анализу ценных бумаг, оказалась набором банальностей, высказываемых заинтересованными лицами. Большинство членов инвестиционного сообщества в широком смысле этого слова были участниками, иногда сознательными, иногда явно случайными, весьма хитроумного и выгодного всем вовлеченным в него лицам «заговора счастливых». Когда фондовый рынок в начале 2000 г. достиг немыслимых дотоле высот, безумие толпы, порожденное знающими профессионалами – участниками, которые пришли на рынок из инвестирующей Америки, завладело, наконец, почти всеми инвесторами.

¹⁰⁵ Earnscliffe Research and Communications. Report to the United States Independence Standards Board. 1999. November.

¹⁰⁶ American Institute of Certified Public Accountants. Press Release. 1999. November 19.

Инвестиции против спекуляций

Итак, инвестирующая Америка сбилась с пути потому, что заразилась царившим в то время энтузиазмом. В сфере оценки манипуляции с финансовой отчетностью сфабрикованные доходы стали валютой, принимаемой и корпоративными управляющими, и инвестиционными управляющими. Более того, акцент на краткосрочной цене стал подавлять реальность долгосрочной стоимости, поскольку инвесторы перестали соблюдать проведенное 60 годами ранее Джоном Мейнардом Кейнсом различие между инвестированием и спекуляцией. Отмечая предпочтение, которое инвесторы отдают молчаливому предположению о том, что будущее станет напоминать прошлое, Кейнс предупреждал: «Прилагать к будущему основанные на прошлом опыте индуктивные доводы опасно, если невозможно выявить общие причины того, почему прошлое было именно таким, каким оно было»¹⁰⁷. И все же все мы каким-то глубинным чутьем знаем, почему доходы по акциям в прошлом были такими, какими были. Ибо доходы по акциям объясняются двумя вечными факторами: (1) экономикой и (2) эмоциями. Кейнс определял экономику как «предпринимательство»¹⁰⁸ — «предсказание будущей доходности актива на

¹⁰⁷ Keynes J. M. An American Study of Shares versus Bonds as Permanent Investments//Nation and Athenoenum. 1925. May 2.

¹⁰⁸ См.: Кейнс Дж. М. Указ. соч. Гл. 12. Сегодня читать эту главу так же интересно, как и тогда, когда я, будучи студентом Принстонского университета, прочел ее впервые в 1950 г. В свете тезиса, выдвигаемого мной в этой книге, интересно, что Кейнс ввел эти понятия без какого-либо их количественного наполнения, так что я позволил себе придать им количественную форму.

протяжении всего срока его существования», а эмоции как спекуляцию — «предсказание психологии рынка»¹⁰⁹. Проводя то же различие, я использую понятие доход на инвестиции (это понятие включает первоначальную дивидендную доходность плюс последующий рост доходов) и спекулятивную доходность (изменение цены, которую готовы заплатить инвесторы за каждый доллар дохода (в сущности, доход, генерируемый изменениями в оценочной ставке или ставке дисконтирования, которую инвесторы прилагают к будущим инвестиционным доходам))¹¹⁰.

Например, если в начале десятилетия дивидендная доходность акций составляла 4%, а впоследствии возросла на 5%, доход на инвестиции составит 9%. Если отношение цены акции к доходу возрастает с 15 до 20, этот прирост, равный 33%, распределенный по всему десятилетию, преобразится в дополнительный спекулятивный доход, равный 3% в год. Сложите эти две величины доходов. Совокупный доход по акциям составит 12%. Не бог весть какие сложные расчеты!¹¹¹

¹⁰⁹ Там же.

¹¹⁰ Величина, обратная коэффициенту «цена акции — прибыль на акцию» — доходность на акцию. На нее влияет доходность инвестиций в свободные от риска облигации. Но поскольку эта взаимосвязь весьма изменчива, я ее пренебрегаю. В прошлом корреляция между доходностью инвестиций в акции и в среднесрочные облигации Казначейства США с 1926 г. была равна 0,42. Впрочем, в течение последних 25 лет она была равна 0,69, а за последние 10 лет — 0,53.

¹¹¹ Признаю, что на самом деле эти величины следовало бы просто перемножить (тогда это будет выглядеть как $1,09 \times 1,03 = 1,123$), что даст небольшую погрешность. Но в неопределенности инвестиционного мира такая точность расчетов вряд ли необходима. При обращении к непрофессионалам — инвесторам простота бесценна.

Математика рынков

Во время Великого «бычьего» рынка 1980 – 1990-х гг. источники абсурдно высокого ежегодного дохода на акции (а этот доход составлял 17%) были очень схожи. Примерно 4% общей доходности тех десятилетий обеспечивала норма дивидендного дохода, около 6% доходности приходились на рост доходов. Итого доходность инвестиций составляла 10%. Но отношение цены акции к доходу в 1980-х гг. возросло на 110%, а в 1990-х гг. – еще на 100%, что выразилось в удивительной и беспрецедентной спекулятивной доходности, равной 7% в год. Эти доходы по акциям, в среднем составлявшим 17% в год, достигли максимальных значений и держались на максимуме в течение самого продолжительного за всю 200 – летнюю историю фондового рынка США периода.

Можно поставить вопрос, кто так глуп, чтобы прогнозировать рост доходов в будущем на основании прошлых норм доходности, на которые столь сильно влияла спекуляция? Ответ на этот вопрос: почти все! Подавляющее большинство людей, включая даже считавших себя экспертами по инвестированию, придерживалось таких оптимистичных прогнозов. Эти прогнозы разделяли изошренно мыслившие корпоративные финансовые управляющие и консультанты пенсионных фондов. Действительно, при описании основы прогнозирования доходов пенсионного фонда в типичном годовом отчете корпораций провозглашалось: «Мы исходим из обоснованного подробным исследованием (оно выполнено нашими страховыми статистиками и нашей группой управления активами) предположения о том, что доходность наших активов соответствует данным за

продолжительный прошлый период (выделено мной.— Дж. Б.)»¹¹².

Итак, при каждом увеличении доходов в прошлом корпорации поразительно, но естественным образом ожидали роста доходов в будущем. В начале 1980-х гг. в самом начале периода «бычьей» конъюнктуры на рынке крупные корпорации предполагали, что доходность активов их пенсионных фондов составит 7%. К концу 2000 г., непосредственно перед тем как «бычья» конъюнктура сменилась «медвежьей», большинство компаний резко повысило ожидания доходности своих пенсионных активов до 10% в год и более. Поскольку портфели пенсионных фондов сбалансированы и содержат акции и облигации в разных пропорциях, делающие такие прогнозы неявно повысили ожидаемую годовую доходность акций из портфелей фондов до 15%. (Более подробно этот вопрос рассмотрен в примере 5.1).

ПРИМЕР 5.1

Скандалные допущения, на основе которых прогнозируют доходы пенсионных фондов

В 1981 г. средняя американская корпорация прогнозировала 7%-ную доходность по активам своего пенсионного фонда. Это было весьма осторожно. Доходность по десятилетним облигациями Казначейства США в то время составляла 13,9%, а ожидаемая доходность инвестиций в акции — примерно 10% (5% дохода плюс ожидаемый рост доходов, который мог достигнуть 5%). Все эти цифры позволяли предположить, что доходы на типичный портфель (на 60% состоявший из акций и на 40% из

¹¹² General Motors, 2001 Annual Report.

облигаций) составят 11,5%, т.е. будут примерно на 40% выше прогнозируемых показателей.

К концу 1999 г. ожидаемая доходность пенсионных фондов подскочила до 9%. Однако инвестиционная реальность к тому времени радикально ухудшилась. Доходность по облигациям снизилась до 5%, а ожидаемая доходность акций – до 6% (1,1% доходности плюс предполагаемый рост доходов на 5%). Результат: сопоставимый по структуре портфель будет приносить в среднем 5,5% в год, что на 40% меньше ожидаемого дохода в 9%, который был записан в бухгалтерских книгах типичной корпорации.

Впрочем, даже эта унылая реальность была преувеличением, поскольку люди, ожидавшие рыночных доходов, не учитывали расходы на инвестирование. Если предположить, что расходы на инвестиции у крупного пенсионного фонда составят всего лишь 1% (расходы мелких пенсионных фондов были выше), разумно было ожидать, что чистый доход в 1999 – 2009 гг. составит всего лишь 4,5%, т.е. будет на 50% меньше прогнозируемого дохода.

Современные перспективы

В начале 2005 г. доходность десятилетних облигаций Казначейства США равняется 4,2%, а ожидаемая доходность акций (доходность по дивидендам в настоящее время равна 2%) – возможно, 7%. Таким образом, ожидаемый доход, полученный на типичный портфель, до вычета расходов составит 6%, а после вычета расходов – 5%. Эти показатели доходов по – прежнему примерно на 40% ниже тех 8–8,5%, на которые рассчитывают в средней корпорации.

В статьях, речах и даже в транслируемых по телевидению обменах мнениями с генеральными

директорами крупных корпораций я много раз ставил под сомнение послышки, на основе которых строят свои прогнозы пенсионные фонды корпораций. Независимо от того, помог ли мой анализ им переосмыслить эти послышки или нет, сейчас компании, по-видимому, в меньшей степени основываются в своих прогнозах на прошлых рыночных доходах (по очевидным причинам). Однако фонды защищают свои высокие прогнозы, все в большей мере прибегая к инвестициям в недвижимость, венчурные предприятия и в стратегии, обещающие «абсолютный доход» (обычно это инвестиции в хедж-фонды). При этом пенсионные фонды редко раскрывают структуру своих портфелей и сообщают о том, каких доходов они ожидают от каждой их составляющей. Кроме того, они просто пренебрегают расходами на инвестирование.

Устойчивое повышение прогнозируемых доходов пенсионных фондов учредившими эти фонды корпорациями (а это повышение прогнозируемых доходов происходит даже тогда, когда ожидается снижение доходов в будущем) — один из важных факторов, способствовавших нелепому «управлению доходами», которое было так распространено в недавнем прошлом. Но хотя изъяны стандартов отчетности пенсионных фондов, которые делали возможными подобные манипуляции, могли изменить и восприятие инвестиционных успехов, и платежеспособность пенсионных фондов, мечты о высоких будущих доходах не изменят фундаментальной реальности. В конце концов, предположения — это всего лишь предположения.

Рано или поздно реальность берет свое, и недостаточность активов пенсионных фондов для выполнения их обязательств перед пенсионерами может достичь огромных размеров. С

авиакомпаниями это случится раньше (дефицит пенсионного фонда компании Delta составляет 5,7 млрд долл.), с автостроительными компаниями — позже (дефицит пенсионного фонда General Motors составляет 8,6 млрд долл.). В основном в результате чрезмерных предположений о доходах и обусловленного этими предположениями неадекватного финансирования пенсионных фондов все больше крупных пенсионных фондов должны обанкротиться.

30 лет назад конгресс США принял закон о гарантиях пенсионных выплат сотрудникам корпораций для того, чтобы гарантировать продолжение выплаты пенсий бенефициарам обанкротившихся пенсионных фондов. Хотя этот закон успешно действует до сих пор, сегодня под угрозой оказались и обеспеченные им гарантии. По состоянию на конец 2004 г. недостаток средств, обеспечивающих предусмотренные законом выплаты пенсионерам, оценивали ошеломительной суммой в 23 млрд долл. Между тем на выплаты по этому закону могут претендовать по меньшей мере еще и бенефициары пенсионных фондов авиакомпаний, и стоимость этих претензий составляет 31 млрд долл.

Очевидно, что американцам нужны намного более совершенные способы и методы учета доходов и обязательств пенсионных фондов и большая прозрачность их деятельности. Необходимо, чтобы фонды раскрывали свою инвестиционную стратегию, классы принадлежащих им активов, доходы, ожидаемые от каждого класса активов. Кроме того, фонды должны отчитываться о реальных, фактически полученных доходах. А еще американцам надо хорошо подумать о том, как следует инвестировать средства пенсионных фондов и как гарантировать выполнение их обязательств. Но письма на стене предупреждают нас о том, что американских

граждан-налогоплательщиков оставят с мешком для сбора безответственности, которую проявляют корпоративные управляющие в своих странных, порой неоправданных прогнозах будущих доходов пенсионных фондов.

Стоимость корпораций и стоимость активов пенсионных фондов

Это не пустяк. Активы пенсионных фондов составляют огромную часть корпоративного богатства. Собственно говоря, активы пенсионных фондов многих крупных корпораций ныне почти так же велики, как и активы самих этих корпораций (а то и превышают активы корпораций). Например, совокупная стоимость активов пенсионных фондов 30 корпораций, акции которых включены в индекс Dow Jones Industrial Average, недавно составила 400 млрд долл., тогда как совокупная балансовая стоимость активов самих этих корпораций составила 700 млрд долл. В некоторых случаях (например, у Citigroup и Intel) пенсионные фонды невелики по сравнению с активами учредивших их корпораций, в некоторых случаях более или менее сопоставимы (так, стоимость активов пенсионного фонда IBM равна 74 млрд долл., а активы самой корпорации оцениваются в 159 млрд долл. Но активы пенсионных фондов компаний GM, Ford и Delta (стоимость активов этих трех пенсионных фондов, вместе взятых, равна почти 200 млрд долл.) в несколько раз превосходят стоимость активов самих этих корпораций, составляющую 60 млрд долл.).

Заглядывая в будущее с высот «бычьего» рынка

1 января 2000 г., с началом нового десятилетия, стали очевидны два обстоятельства:

1. Даже если в течение будущих лет удастся поддерживать прежний рост доходов на 6% в год при снижении нормы дивидендного дохода примерно на 1%, ежегодный доход на инвестиции в течение следующих 10 лет будет составлять не 10%, как в 1980–1990-х гг., а всего лишь 7%.

2. Что касается спекулятивного дохода, то, как бы рискованны ни были прогнозы, нам известно, что отношение цены акции к прибыли на акцию достигало значения 32 в моменты, когда рынок достигал максимумов, что более чем вдвое превышало среднее значение этого показателя, равное 15. Даже если бы отношение цены акции к прибыли на акцию оставалось на тех заоблачных высотах, нам предстояло бы десятилетие, в течение которого общая доходность инвестиций в акции составляла бы 7% (эта величина всецело слагалась бы из инвестиционного дохода). Но если отношение цены акции к прибыли на акцию вернется к усредненному значению, т.е. к 15, эта общая доходность инвестиций в акции, равная 7%, в течение следующего десятилетия снизится на 7 процентных пунктов от годовой спекулятивной доходности, т.е. общая доходность составит 0.

Как бы там ни было, в начале 2000 г. разумные ожидания позволяли предположить, что Америке предстояло десятилетие существенного снижения доходов по акциям.

Если бы американцы приостановились и задумались над формулой Кейнса, которая описывает общие причины, объясняющие, почему доходы по акциям были такими высокими в течение 20 предыдущих лет (сочетание инвестиционного дохода, составленного высокой дивидендной доходностью и устойчивым ростом доходов, и огромной спекулятивной доходности, порожденной стремительным и беспрецедентным ростом кратности

цены акции к прибыли на акцию), они вряд ли не поняли бы, что происходит. Пузырь, надутый этими эмоциями (оптимизмом, процветанием, жадностью, подогреваемые возбуждением, царившим на рубеже тысячелетий, фантастические обещания информационного века и «новой экономики»), обязан был лопнуть.

К сожалению, рациональные ожидания могут подсказать, что произойдет, но не могут подсказать, когда случится неотвратимое. А когда неотвратимое происходит, быстро наступает день расплаты. В начале марта 2000 г., менее чем через три месяца после начала года, Великий «бычий» рынок закончился, и начался Великий «медвежий» рынок. Хотя цены на акции утратили связь с внутренней стоимостью компаний, слишком многие участники рынка ожидали, по-видимому, что эти внутренние стоимости компаний вскоре вырастут для того, чтобы оправдать текущие цены на акции. Но так ставить вопрос – требовать слишком многого. К тому времени, когда инвесторы усвоили этот суровый урок, ущерб уже был причинен.

Люди под влиянием господствующих в текущий момент эмоций стали безрассудно полагаться на будущий рост инвестиционных доходов за счет солидного увеличения спекулятивного дохода, повторение которого почти невозможно. Инвесторам следовало проявить благоразумие и ограничить свои ожидания будущих доходов, ясно понимая причины прошлых доходов фондового рынка, а не попадаться в капкан ожиданий того, что история повторится. Но так как они не смогли ограничить свои ожидания, рынок продолжил рост.

Последняя биржевая лихорадка возникла не только на основе необузданных и захвативших всех «бычьих» настроений. На раздувание пузыря на

фондовом рынке оказала влияние готовность – нет, даже рвение – корпоративной Америки, подстрекаемой стражами, которые по традиции отвечают за контроль над пользующимися полной свободой действий корпоративными управляющими, но в конечном счете стремятся лишь удовлетворить их. Слишком многие управляющие сосредоточили свое внимание не на увеличении внутренней стоимости своих корпораций, а на накачивании сиюминутных цен на акции этих корпораций. Эти цены, в свою очередь, определяются краткосрочными доходами, которые слишком часто увеличивают с помощью финансовых махинаций, помноженных на абсурдно нереалистичные ожидания.

Стоимости, цены и «прибыль»

Как стало теперь известно, аналитики, работающие на продавцов ценных бумаг, ставшие агентами, которые помогают фирмам Уолл-стрит размещать новые эмиссии акций, утратили объективность и пренебрегли признаками надвигающейся беды. Даже аналитики, обслуживающие крупные финансовые институты, которые приобретают акции, занимались поиском акций, дающих поразительную доходность инвестиций. Эти люди, отодвинув в сторону свою профессиональную подготовку, свой опыт и свой скептицизм, приняли участие в охватившем всех помрачении. В конце концов фонды, демонстрирующие непропорционально высокий прирост доходов, привлекают активы под свое управление, а крупные активы генерируют высокие гонорары. Итак, сами профессионалы разделяют значительную долю ответственности за возникновение пузыря на фондовом рынке.

Подчинившись тренду, который остался почти незамеченным, инвесторы быстро согласились с

фундаментальным изменением самого определения понятия прибыли, которое сделало дорогостоящую оценку акций внешне гораздо более разумной. Как я уже отмечал, хотя доходы, включенные в отчеты, были стандартизованы с тех времен, когда Standard & Poor's впервые много лет назад начал собирать количественные данные, в 1990-х гг. старый стандарт был заменен операционной (текущей) прибылью компании. Операционная прибыль – это, в сущности, та прибыль, которую компании включают в отчеты. Из этой прибыли исключены все неприятные убытки вроде списаний капитала, которые нередко являются следствиями неблагоразумного или неудачного инвестирования и слияний прошлых лет. Такие расходы считаются «однократными и неповторяющимися», хотя, если брать корпорации в целом, они регулярно повторяются из года в год.

Сосредоточив внимание всецело и исключительно на доходах на акцию, американцы не смогли признать, что операционная прибыль, по мнению журнала The Economist, – это «бухгалтерская фикция: фирмы постоянно преувеличивают прибыль, о которой отчитываются. У фирм есть свойство: они выделяют периоды стремительного роста, на смену которым приходят кошмарные годы массированных списаний и признаний того, что большая часть портфельных прибылей преувеличена. Например, в 2002 г. стоимость списаний достигла ошеломляющих 140% дохода на акцию»¹¹³.

И аналитики, которые обслуживают занимающиеся размещением акций фирмы с Уолл – стрит, и финансовые управляющие

¹¹³ A World Awash with Profits^ The Economist. 2005. February 12. P. 62.

институциональных инвесторов, покупающих акции, согласны мириться с разрывом между прибылью, о которой отчитываются в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, и так называемой операционной прибылью или, того хуже, с так называемой условной прибылью, в которой пренебрегают даже плохими операционными результатами. Но, принимая во внимание готовность и горячее стремление финансового сообщества убеждать инвесторов в правильности расчета соотношения цены акции и доходов на акцию на основании ожидаемой операционной прибыли, нам следует проявлять осторожность.

Чистым результатом использования более высоких (хотя и менее реалистичных) цифр является создание видимости большей резонности соотношения цены акции и прибыли на акцию, т.е. создание видимости того, что акции не так уж и дороги. Например, основанное на операционной прибыли, которая в 2004 г. равнялась 68 долл., соотношение цены акции и доходов на нее для акций, включенных в индекс S&P 500, составляло, возможно, умеренно обнадеживающие 17 раз. Но те же самые расчеты, основанные на отраженных в отчетах 58 долл. дохода на акцию, давали более тревожный результат — 20 раз. Боюсь, и инвестирующая, и корпоративная Америка прониклись чрезмерным оптимизмом, заложенным в более высоких цифрах доходов (и, соответственно, более низким соотношением цены акции и дохода на акцию), и с одобрением приняли более низкий, но намного более реалистичный вариант бухгалтерской прибыли. По словам финансового управляющего Клиффорда С. Аснесса из AQR Management, расчет кратности цены акции к доходам на нее, основанный на операционной прибыли, — «либо

непростительная путаница, либо сознательный обман»¹¹⁴.

Небрежность стандартов бухгалтерского учета

Небрежные стандарты бухгалтерского учета позволяют создавать то, что выдают за прибыль, буквально из воздуха. Один популярный метод фабрикации прибыли – поглощения. Связанные с ними гигантские расходы проводят как разовые и неповторяющиеся, а еще через несколько лет, когда возникает необходимость поддержать снижающие результаты деятельности компании, эти расходы все же расписывают по другим расходным статьям. Но этот полный развал американских стандартов бухгалтерского учета выходит далеко за рамки этого трюка и делает возможным:

- бесцеремонное признание крупных статей расходов «несущественными»;
- раздувание предполагаемых будущих доходов пенсионных фондов;
- учет продаж, сделанных на кредиты, которые компания-продавец целевым образом предоставляет компаниям-покупателям, как настоящих продаж;
- заключение особых сделок для ускорения будущих продаж в конце кварталов;
- и тому подобные хитрости.
- То, что мы весьма условно называем творческим ведением бухгалтерского учета, недалеко отстоит от бухгалтерского

¹¹⁴ Asness C. S. Rubble Logic: What Did We Learn from the Great Stock Market Bubble? // Financial Analysts Journal. 2005. November/ December. Vol.61. №6. P.36 – 53.

мошенничества, и разделяющую их грань в последние годы переходили очень часто.

Со временем это безрассудное, даже безумное различие между реальностью, отраженной в прибыли, которая включена в отчеты, и иллюзией операционной прибыли создает ошеломляющую разницу в стоимости компаний. Например, в 1993 – 2003 гг. кумулятивные операционные доходы компаний, включенных в индекс S&P 500, составили 479 долл. на акцию. За вычетом 166 долл., выплаченных в виде дивидендов, чистая удержанная прибыль составила 313 долл. на акцию, что предполагает соразмерное увеличение балансовой стоимости компаний. Составив в 1992 г. 177 долл., к началу 2004 г. она возросла до 490 долл. на акцию. Однако балансовая стоимость компаний к началу 2004 г. составила всего лишь 367 долл. на акцию, т.е. была на 25% меньше результата приведенного выше расчета. Почему? Главным образом вследствие огромных «разовых» списаний, к которым прибегали эти компании в течение рассматриваемого периода.

Эти показатели в расчете на акцию существенно преуменьшают проблему. Чтобы понять масштабы этого преуменьшения, необходимо рассмотреть совокупную величину доходов, растаявших как дым. В начале 1993 г. совокупная балансовая стоимость компаний, входящих в список S&P 500, составляла 1,2 трлн долл. Удержанная прибыль за следующие 11 лет в общей сложности составила 2,6 трлн долл. Эту величину можно определить как разность между операционной прибылью, равной 4 трлн долл., и суммой выплаченных дивидендов, равной 1,4 трлн долл. Таким образом, можно предположить, что балансовая стоимость этих компаний в 2003 г.

составляла 3,8 трлн долл. Но, страшно сказать, реальная балансовая стоимость—всего 3,4 трлн долл. У 500 крупных компаний, включенных в индекс Standard & Poor's, исчезло примерно 0,4 трлн долл. балансовой стоимости. Этот убыток представлен в основном теми докучливыми «разовыми» расходами по списаниям, которые ежегодно повторялись в течение рассматриваемого периода. Хотя воздействие этих списаний на краткосрочную операционную прибыль может показаться незначительным, списания за более длительные периоды поглощают изрядную часть внутренней стоимости компаний.

Более того, небрежные стандарты бухгалтерского учета часто становятся кошмаром компаний, которые в спешном порядке максимизируют свою прибыль для того, чтобы она соответствовала представленным Уолл-стрит прогнозам управляющих. В последнее время количество изменений отчетности достигло невообразимого уровня. Число публичных компаний, которые в 2000 – 2004 гг. задним числом пересмотрели свои отчеты о доходах (это сделали 1570 компаний, причем часто некоторые из них вносили поправки в свои отчеты о прибыли за несколько предшествующих лет), в 7 раз превысило число компаний, вынужденных изменить свои отчеты о прибыли в 1990 – 1994 гг. В качестве причин изменения заявленной в отчетах прибыли были неправильные записи поступлений и учета опционов на приобретение акций, а также ошибки учета дебиторских задолженностей, товарно-материальных запасов и реорганизаций. Со всем основанием можно утверждать, что сегодня за кулисами

готовят много новых исправлений отчетов о доходах¹¹⁵.

Достижение желаемых количественных показателей при помощи слияний

Нелепо полагаться на высокие данные о прибыли (и более низкие показатели соотношения цены на акцию и прибыли на акцию), пренебрегая реальностью долгосрочной корпоративной стоимости. Эта стоимость определяется не только результатами текущей деятельности компаний, но и всем комплексом принятых компаниями инвестиционных решений, в том числе решений о слияниях и объединениях корпораций. Поскольку слияния обычно не дают хороших результатов, инвесторам следует относиться к слияниям скептически и упорно противиться предлагаемым управляющими слияниям и поглощениям. К утверждениям типа «стоимость компании только вырастет» или «в результате слияния будет достигнут существенный эффект синергии» следует относиться с подозрением. В одном исследовании, опубликованном в Business Week, утверждается, что 61% всех слияний наносят ущерб стоимости корпораций. Этот вывод соответствует консенсусу, сложившемуся среди профессионалов инвестиционного бизнеса, а также выводам, к

¹¹⁵ Данные за 1990 – 1994 гг. взяты из работы: MinWu. A Review of Earnings Restatements. August 2002, published by Softrax. Данные по 1990 – 1994 гг. взяты из статьи: Min Wu. A Review of Earnings Restatements//Softrax. 2003. August. Данные по 2000 – 2004 гг. взяты из статьи: GullapalliD. Outside Audit: To Err is Human, To Restate Financials, Divine/7 Wall Street Journal. 2005. January 20.

которым пришли исследователи из Bernstein Research, подробно изучавшие слияния¹¹⁶.

Исследование, выполненное специалистами из Bernstein Research, показало, что кумулятивные прибыли компаний, за последнее десятилетие поглотивших другие компании, в течение первых трех лет после поглощений были на 22,2% ниже среднерыночных. Наиболее негативный результат слияний и поглощений показали компании, финансировавшие слияния и поглощения при помощи акций. Поглощения, совершенные растущими компаниями, оказались самыми разрушительными для биржевой стоимости акций, вероятно, потому, что поглощающие компании с удовольствием использовали свои акции как валюту сделок поглощения, цена которых была непомерно раздута рыночной лихорадкой¹¹⁷.

Сходные закономерности были выявлены в исследовании 12 023 поглощений, произошедших после 1980 г. Исследование показало, что публичные компании, оплатившие поглощение других публичных компаний деньгами, продемонстрировали прибыль, на 5% превышавшую среднюю прибыль компаний, включенных в индекс S&P. У компаний, оплативших поглощаемые компании акциями, кумулятивные прибыли были ниже средней на 9,6%. А если объектами поглощения были частные компании, показатели доходности были еще хуже – на 17,8% ниже соответствующего показателя компаний из индекса S&P. Причем если такие поглощения оплачивались акциями поглощающих компаний, этот показатель был на 34,8% ниже среднего. Разница возникает потому, что реальные

¹¹⁶ Henry D. Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off// Business Week. 2002. October 14. P. 60.

¹¹⁷ Bernstein Disciplined-Strategies Monitor. 2003. October. P.12.

деньги они тратят осторожно, но акции, цена которых, как известно инсайдерам, завышена, можно тратить не задумываясь. По-видимому, корпоративные управляющие, использующие акции своих компаний в поглощениях, совсем не дураки. Однако, как предположил Бенджамин Грэм, дураками в таких случаях оказываются собственники акций.

Достаточно сказать, что при выдвижении предложений о слияниях и поглощениях внимательным долгосрочным инвесторам, прежде чем голосовать, следует вспомнить уроки истории и решить, стоит ли им тратить свои моральные силы на уговоры управляющих и директоров. Самое время признать ошибочность мнения, что корпоративные поглощения, порожденные имперскими мечтами принципсов-генеральных директоров или их желаниями искусственно улучшить прибыль, о которой они отчитываются, автоматически улучшат результаты компаний.

Поиск истины

Система американского финансового рынка — жизненно важная часть инвестиционного процесса и решения задачи мобилизации капитала для финансирования экономического роста США. Америке нужны активные ликвидные рынки. И американцы требуют, чтобы рынки обеспечивали ликвидность в обмен на обещания будущих потоков денежных средств. Таким образом, инвесторы могут понять нынешнюю стоимость потока доходов в любой момент в будущем. Но это преимущество обременено неудобством ежеминутного изменения котировок корпоративных акций. Для измерения успешности инвестиций американцы требуют твердых количественных данных. И эти данные нужны немедленно и постоянно! Безусловно, при нынешнем

состоянии рынков инвесторы получают такие данные.

Последствия легкой реализуемости акций не всегда хороши. Кейнс признавал и выгодные, и невыгодные элементы массовой собственности на акции и предупреждал о том, что «организация рынков капитала, которые нужны держателям зарегистрированных акций, требует от них намного больше нервов, терпения и мужества, чем от владельцев богатства в других формах... Некоторые [инвесторы] бестрепетно покупают неликвидные инвестиции... которые, будь их котировки [постоянно] доступными, заставили бы их поседеть»¹¹⁸. Переведу эту сложную мысль Кейнса на простой язык: психологически легче владеть инвестициями, цены на которые не скачут вверх и вниз ежедневно на публичных торгах.

**Ошибочность ориентации на получение
краткосрочных доходов, как бы они ни были
рассчитаны**

Предельная концентрация инвестирующей Америки на операционной прибыли корпораций требует перемен. Нельзя и далее пренебрегать реальностью сглаживания результатов, акцентирования достижений управляющих, хотя такая практика кажется неизбежной. Нельзя пренебрегать ни отступлением ведения бухгалтерского учета в пенсионных фондах от всяких следов реальности, ни сокрытием неудачных предприятий и слияний, уничтожающих стоимость. Но сосредоточив внимание на прибыли, приводимой в составленных в соответствии с общепринятыми нормами бухгалтерского учета финансовых отчетах,

¹¹⁸ Цит. по: Minard L. The Original Contrarian // Forbes. 1983. September 26. P. 42.

мы пренебрегаем тем, что даже строго рассчитанные доходы на акцию — небезупречный критерий эффективности корпораций. Инвесторы не уделяют должного внимания различиям между бухгалтерскими прибылями (неважно, насколько они соответствуют общепринятым нормам бухгалтерского учета) и экономическими прибылями, которые имеют отношение к долгосрочному состоянию балансов компаний.

Эта проблема не нова. Легендарный специалист по проблемам управления Питер Друкер в 1970-х гг. для Wall Street Journal написал серию очерков, озаглавленных «Иллюзия „прибылей"». «Такой вещи, как прибыль, не существует, — громыхал Друкер. — Существуют только убытки... Ключевой количественный показатель — норма прибыли на все активы (или использованный капитал), соотносенный с потребностями в наличных, со стоимостью капитала и с рисками». Друкер вдавливал читателям в голову разницу между экономической прибылью (которая действительно важна) и иллюзорной бухгалтерской прибылью. На ныне покойного Роберта Бартли, долгое время бывшего главным редактором Wall Street Journal, этот довод оказал сильное впечатление. Бартли отметил, что «истинные прибыли представлены наличными средствами, которые являются фактом, а не прибылью, указанной в отчетности и являющейся мнением»¹¹⁹.

По словам Дж. Беннета Стюарта-III из Stern Stewart and Company, активно продвигающего концепцию добавленной экономической стоимости

¹¹⁹ Все цитаты в этом и следующем параграфах взяты из статьи: Bartlkey R. L. No Profit // The American Spectator. December 2003/January 2004.

(EVA), общий недостаток состоит в неспособности признать, что для генерирования потока наличности необходимо затратить капитал. (Добавленная экономическая стоимость — это в сущности прибыль, полученная корпорацией на ее акционерный капитал и соотнесенная с прибылью, которую инвестор мог бы получить, владея всем фондовым рынком.) Стюарт склонен требовать списания части суммы прибыли за использование акционерного капитала. Почему? Потому что, как свидетельствует Бартли, «если корпорация не генерирует доходы, которые превышали бы текущую процентную ставку, она попросту уничтожает стоимость».

Альфред Раппапорт, почетный профессор аспирантуры Школы управления им. Келлога в Северо-западном университете, облек плотью скелет идей, высказанных Бартли, Друкером и Стюартом. В опубликованной в 2004 г. статье Раппапорт призвал «атаковать помрачение краткосрочными результатами деятельности компаний по трем направлениям». Направления эти таковы:

1. «Отчеты о деятельности корпорации должны быть сосредоточены на отделении денежных потоков от начислений и на разделении потоков на потоки от операционной деятельности и потоки от финансовой деятельности. Из этих отчетов должны быть исключены все разовые поступления и все одноразовые убытки. А начисления в таких отчетах должны быть расписаны по уровням неопределенности — низкому, среднему и высокому». (Оценки будущих расходов на пенсии и схемы распределения опционов на приобретение акций попадут в последнюю категорию.) Результат: оказание существенной помощи аналитикам в прогнозировании будущих денежных потоков путем

выяснения, в какой мере (и части) эффективность компании объясняется реализованными потоками наличности, а в какой — начислениями и расчетами, и признания риска того, что представляющиеся наиболее вероятными начисления окажутся заниженными.

2. «Материальные стимулы для корпоративных управляющих, использование дисконтированных схем раздачи опционов с продленными временными горизонтами. Такие схемы должны быть основаны на индексах сопоставимых компаний, продленных сроках реализации опционов и условиях, чтобы управляющие владели крупными пакетами акций». Раппапорт отдает особое предпочтение «опционам с дисконтированным риском (DERO), цена реализации которых повышается на величину доходности облигаций Казначейства США с десятилетним сроком погашения плюс некоторую долю ожидаемой премии за риск по акциям». Результат: реальная оплата за реальную эффективность, учитывающая издержки возможностей, упущенных вследствие инвестирования в акции (процентная ставка по безрисковым инвестициям плюс премия за риск по акциям).

3. «Материальные стимулы для инвестиционных управляющих, основанные на результатах деятельности компании за непрерывные периоды в 3–5 лет, с откладыванием выплат части таких бонусов в ожидании новых результатов. Такая система стимулирования требует от управляющих осмысленных инвестиций в фонды, которыми они управляют». Результат: поощрение концентрации на долгосрочном инвестировании, а не на краткосрочных спекуляциях. Раппапорт предлагает попечителям пенсионных фондов

ориентироваться на индексные фонды, делая при этом особый акцент на фонды, которые мало напоминают современные фонды, «задающие исходные данные для сравнительной оценки»¹²⁰.

Раппапорт заключает: «Нет большего препятствия хорошему корпоративному управлению и долгосрочному созданию стоимости, чем болезненная сосредоточенность на прибылях». Он обобщает свои доводы в следующем важном замечании: «Рост доходов в расчете на акцию необязательно создает биржевую стоимость акций». Он приходит к выводу о том, что недостаточно требовать эффективности; надо требовать «правильной эффективности». Другими словами, важны экономические доходы, а не бухгалтерские доходы.

И корпоративной, и инвестирующей Америке в равной мере следует прислушаться к конструктивным предложениям Раппапорта. В конкуренции идей, направленных на совершенствование американской системы отчетности, возможно, будут выдвинуты и предложения других, лучших изменений. Но эти изменения должны побуждать институциональных инвесторов к отходу от их нынешнего помрачения краткосрочными доходами, действительность которых сомнительна, и движению к новой одержимости, одержимости созданием долгосрочной внутренней стоимости компаний.

Откуда берется стоимость?

Бенджамин Грэм провозгласил вечную истину:

¹²⁰ Rappaport A. Perspectives: The Economics of Short – Term Performance Obsession // Financial Analysts Journal. May/June 2005. Vol.61. №3. P.65 – 79.

Обыкновенные акции обладают важной инвестиционной характеристикой и важной спекулятивной характеристикой. Инвестиционная стоимость и средняя рыночная цена имеют свойство повышаться нерегулярно, но упорно на протяжении десятилетий, поскольку их чистая стоимость наращивается в процессе реинвестирования нераспределенных доходов. Однако большую часть времени обыкновенные акции подвержены иррациональным колебаниям цены вверх и вниз вследствие глубоко присущему большинству людей свойству спекулировать или играть в азартные игры, т.е. поддаваться надежде, страху и алчности¹²¹.

В инвестировании нет более фундаментальной истины, чем простая констатация того, что дивиденды и рыночная стоимость – единственные конкретные прибыли, которые когда-либо получает акционер за деньги, которые он вкладывает в компанию. Доходы, финансовый потенциал, возросшая стоимость активов – все это может иметь огромную важность для акционера, но только потому, что эти показатели непосредственно или в конечном счете сказываются на его дивидендах и на рыночной цене его акций¹²².

Доведись Грэму наблюдать за упадком влияния его философии сосредоточенности на долгосрочном инвестировании и стоимости корпораций и усилением внимания, которое уделяют ценам на акции корпорации и их чувствительности

¹²¹ Graham B. A Conversation with Benjamin Graham // Financial Analysts Journal. 1976. September/October. Vol.32. №5. P.20.

¹²² Graham B. The Intelligent Investor. New York: HarperCollins, 2005. P. 205.

к изменениям квартальных доходов, он был бы крайне удивлен. Еще больше он изумился бы, если бы увидел, насколько фальсифицирована финансовая отчетность некоторых крупнейших корпораций США. Об этих фальсификациях свидетельствует значительный разрыв между доходами, приводимыми в отчетах, и операционными доходами гигантских корпораций, акции которых входят в индекс Standard & Poor's 500.

Глядя в будущее

Почему корпоративная Америка сбилась с правильного пути? Потому что сосредоточила внимание на сиюминутной точности котировок, а не на вечной важности внутренней стоимости корпораций, как бы трудно ни было ее измерить. Потому что пренебрегла крайне важными будущими денежными потоками, сколь трудно бы ни было их точно предсказать. Потому что забыла о том, что долгосрочную стоимость акций создает выдерживающая испытание временем экономика инвестиционной прибыли, а не спекулятивные прибыли, порождающие преходящие эмоции. Потому что она ценит операционную прибыль больше, чем прибыль, определяемую в соответствии с общепринятыми нормами бухгалтерского учета, не обращая внимания на манипулирование цифрами и молчаливо соглашаясь с ним. Сообщество профессиональных институциональных инвесторов должно нести ответственность за то, что корпоративная Америка пошла не тем путем.

Именно от инвестирующей Америки (особенно от профессиональных финансовых управляющих, серьезно относящихся к инвестированию как к профессиональному виду деятельности) зависит, извлекут ли американцы уроки из ошибок прошлого. Эти группы должны работать над строительством

более совершенной рыночной системы и лучшего общества. Миссия возвращения капитализма к его гордым корням начинается с того, что собственники американских корпораций должны восстать и заставить считаться с собой — не только с тем, что они говорят, но и с тем, что они делают. Если институциональные инвесторы будут работать, стремясь поставить предпринимательство выше спекуляций, утвердить приоритет предпринимательства в своих инвестиционных решениях, они повысят прибыли всех инвесторов, которым они обязаны служить, и улучшат свое положение как профессиональных инвесторов и ответственных корпоративных граждан. Работая над воссозданием капитализма собственников, инвесторы сослужат добрую службу не только другим, но и самим себе, одновременно действуя как позитивная сила, способствующая экономическому и социальному прогрессу. Вот как выразил эту мысль лорд Кейнс:

Социальной целью квалифицированно осуществляемых инвестиций должно быть разрушение темных туч времени и невежества, заволакивающих наше будущее. Фактическая же личная цель большинства квалифицированных инвесторов сегодня — это «опередить пулю», как метко выражаются американцы, перехитрить толпу и сплавить поддельную или истертую монету ближнему¹²³.

Повернуть инвестирующую Америку, заставить ее отказаться от нынешней глубоко укоренившейся практики краткосрочного трейдинга и нацелить ее не просто на то, чтобы перехитрить толпу, а на построение более здоровой и более разумной системы — задача не из легких. Если инвестирующая Америка сосредоточит распределение

¹²³ Кейнс Дж. М. Указ. соч. С. 220.

имеющихся у нее капиталов на компаниях, которые лучше всего могут наращивать денежные потоки и внутреннюю стоимость, это принесет американской экономике и американскому обществу огромную пользу. В борьбе за поражение темных туч времени и невежества действительно можно победить, и тогда корпоративная Америка сможет вернуться к служению своим собственникам.

Глава 6. Как навести порядок в инвестирующей Америке?

«Капитализм без собственников обречен на падение»

Инвестирующей Америке надо уподобиться Кинг-Конгу. Не угрожать уничтожением всего, что встречается ей на пути, но гарантировать положение, при котором граждане США, вкладывающие капитал и принимающие на себя риски, могли бы получать вознаграждения, связанные с правом собственности. Только инвестирующая Америка обладает властью и мощью для того, чтобы подчинить корпоративную Америку своей воле. Обладая этой властью, инвестирующая Америка обладает и способностью обратить вспять нынешний дух капитализма управляющих, и вернуться к системе капитализма собственников, которая сыграла столь важную роль в построении экономического процветания и глобального могущества США. Но требование того, чтобы собственники снова стали действовать как собственники (т. е. через директоров корпораций обеспечивали соблюдение интересов собственности), — многоуровневая проблема. И это проблема, которая требует от нас большой смелости и решительности.

Для того чтобы решить ее, американская финансовая система должна переключить внимание с неэффективных краткосрочных спекуляций недавнего прошлого на ту разновидность долгосрочных инвестиций, которая дает оптимальную прибыль на капитал и создает материальное богатство для инвесторов. Кроме того, необходимо придать акционерам волю и способность действовать так, как подобает собственникам. Во времена, когда

большей частью корпоративной Америки на правах собственности владеют не частные инвесторы, а финансовые посредники, которые отвечают за благоразумное инвестирование доверенных им активов, необходимо разобраться с драматически изменившейся природой самой концепции собственности.

Превращение спекулянтов в инвесторов

Первая из этих задач (превращение институциональных инвесторов из краткосрочных спекулянтов в долгосрочных инвесторов) – самая сложная. Ибо только после решения этой задачи можно ожидать того, что держатели акций станут вести себя как собственники акций, осуществляющие права и исполняющие обязанности корпоративных граждан. В нынешних условиях волатильного фондового рынка такая перемена дастся непросто. Для решения этой задачи потребуется значительное время. Разумеется, спекуляции играют важную роль на рынках и будут ее играть и в дальнейшем, поскольку профессиональные инвесторы в поиске дополнительного дохода на капитал, вверенный им вкладчиками, стремятся воспользоваться неэффективностью рыночных цен. Проблема состоит в том, что спекуляция, которая по праву должна играть только вспомогательную роль в вечной драме фондового рынка, стала самоцелью.

С чего начать? С понимания того, что тяжелое бремя издержек, связанных с оборотом портфеля, – хорошая отправная точка. Еще одной перспективной отправной точкой служит сосредоточение внимания на дивидендной составляющей. А третьей отправной точкой является сосредоточение государственной политики на общественных издержках спекуляции.

Дело не только в том, что традиционное сообщество профессиональных инвесторов (в основном это управляющие инвестиционными и пенсионными фондами) все более сосредотачивается на том, чтобы «предугадать немного раньше широкой публики изменения в системе взаимно разделяемых условностей как основы рыночной оценки», а не на том, чтобы «составить наилучший долгосрочный прогноз ожидаемого дохода от инвестиций за все время их эксплуатации»¹²⁴. (Как было сказано в предыдущей главе, именно это изменение точно предсказал лорд Кейнс.) Кроме того, появилось новое поколение откровенно дерзких, не задумывающихся о будущем спекулятивных инвесторов, и это сообщество представляет часть хедж-фондов, в настоящее время являющихся самым стремительно развивающимся сектором американских финансов (см. пример 6.1).

Поразительный рост активов хедж-фондов — убедительный показатель усиливающейся тенденции инвесторов в целом сосредотачиваться на спекуляциях, а не на инвестировании. Но если акционеры должны оказывать влияние на корпоративную Америку и отстаивать примат прав собственности над правами управляющих, то для этого дела требуются долгосрочные инвесторы.

Издержки оборота

Успех в превращении рынка азартных игроков в рынок инвесторов будет измеряться способностью снизить оборот портфельных инвестиций и затраты, связанные с этими оборотами. Снижение оборота портфельных инвестиций к традиционным, умеренным уровням (скажем, к 15–20% в год) отчасти зависит

¹²⁴ Кейнс Дж. М. Указ. соч. С. 219.

от готовности инвестиционных управляющих двинуться к разумному, осторожному инвестированию средств других людей и признать бремя издержек оборота портфельных инвестиций в своих отчетах. Совокупные транзакционные издержки (не только брокерские комиссионные, но и спреда и издержки, связанные с воздействием рынка) часто не получают адекватной количественной оценки, и американские фидуциарные институты обязаны тщательно измерять эти издержки. Особенно это необходимо в наше время, когда компьютерные программы «управляемого алгоритмами трейдинга» количественно измеряют все, что только можно измерить. Один из весьма убедительных тестов — сравнение фактической прибыли, полученной на портфель, с доходами портфеля, состав которого остался неизменным на начало следующего года. Описанная выше обратная корреляция оборота и эффективности инвестиционных фондов недвусмысленно свидетельствует о том, что транзакционные издержки вредны. (Как будет показано в главе 7, совокупные оборотные издержки системы в целом являются явным и неизбежным бременем, ложащимся на прибыли инвесторов как группы.)

Ирония состоит в том, что сочетание государственного вмешательства и современных информационных технологий в значительной мере способствовало росту оборота портфельных инвестиций. Всего 30 лет назад биржевые комиссионные были зафиксированы на уровне 0,3 долл. за акцию, независимо от того, совершена ли сделка со 100 или со 100000 акций. Злоупотребления, продолжавшие существовать под прикрытием фиксированных комиссионных, исчислялись десятками тысяч. Огромные доли

чрезмерных комиссионных передавались другим брокерам, продававшим акции фондов или оказывавшим другие услуги управляющим фондами (и даже вообще не оказывавшим никаких услуг). Для акционеров фондов все это становилось прямыми и существенными издержками¹²⁵. В конце концов после продолжительных слушаний Комиссия по ценным бумагам и биржам в 1975 г. заставила Нью-Йоркскую фондовую биржу отказаться от фиксированной ставки комиссионных.

Затем наступила эпоха договорных комиссионных. Столкнувшись с ценовой конкуренцией, Нью-Йоркская фондовая биржа резко снизила ставки комиссионных — сначала до 15 центов за акцию, потом до 10 центов, потом до 5 центов. Теперь эта ставка равняется примерно 4 центам за акцию. (Несмотря на это снижение ставки комиссионных почти на 90%, злоупотребления все еще предстоит устранить.) В то же время произошел подъем электронных коммуникационных сетей, которые постепенно стали господствовать на рынке NASDAQ, что резко снизило издержки трейдинга. Ставки трейдерских комиссионных были низведены на значительно более низкие уровни: сначала до 3 центов, потом до 1 цента, а потом и того меньше. Комиссионные за проведение электронных сделок на современных активных рынках теперь составляют менее десятой цента за акцию или даже меньшую величину.

ПРИМЕР 6.1

Подъем хедж-фондов

¹²⁵ Один из брокеров, бывший благодарным получателем щедрот, без зазрения совести привел свою новую яхту в гавань курортного яхт-клуба во время заседания конвента дилеров фондов. Яхта называлась «Подарок».

Одним из важных процессов последних пяти лет стал подъем нового сообщества управляющих хедж-фондов. Представители этого сообщества так же эродированы, хорошо образованы и компетентны в профессиональном отношении, как и их менее заметные (по крайней мере, с точки зрения стиля инвестирования) собратья из традиционного инвестиционного сообщества. Некоторые представители новой породы демонстрируют блеск и исключительную порядочность, другие просто ожидают случая отличиться. Некоторые из них уже дождались своей возможности отличиться (напомню, например, банкротство, постигшее в 1998 г. хедж-фонд, известный под не слишком подходящим названием Long-Term Capital Management¹²⁶ («Долгосрочное управление капиталом»)). Банкротство привело к убыткам в размере 7 млрд долл.

В 1949 г. Альфред Джонс управлял предприятием, известным как первый хедж-фонд, который в сущности хеджировал длинные позиции по недооцененным акциям короткими позициями по переоцененным акциям. Говорят, Джонс справлялся с этим делом вполне успешно. Сегодня хедж-фондом называют все что угодно, любую комбинацию длинных и коротких позиций по облигациям и акциям, приобретенным на собственные и на заемные средства (порой соотношение собственных и заемных средств таково, что волосы дыбом встают). Хедж-фонды полагаются на изощренные количественные методы или на стандартный анализ ценных бумаг, а в некоторых случаях прибегают к стратегиям арбитражных сделок по слияниям или к

¹²⁶ Падению этого фонда способствовало широкое использование им заемных средств — настолько широкое, что на самом деле этот фонд с капиталом 7 млрд долл. владел активами на сумму 140 млрд долл.

стратегиям, построенным на «событиях». В результате уровни риска колеблются в пределах от очень низких до поистине устрашающих.

Стратегии

При всем различии проводимых ими стратегий хедж-фонды обладают четырьмя общими характеристиками:

1) стратегиями, «определяемыми управляющими»; в этих стратегиях важны абсолютные прибыли, которые в основном и по большей части не зависят от прибылей фондового рынка. Такие стратегии отличаются от стратегий, «определяемых рынком» и ориентированных на относительную прибыль, которые проводятся фондами взаимных инвестиций, пытающимися превзойти средние рыночные показатели;

2) высокими оборотами портфельных инвестиций; эти обороты могут достигать 300–400% в год и более, по сравнению с которыми обороты даже самых агрессивных фондов, инвестирующих в акции, кажутся ничтожными;

3) конфиденциальностью — эти хедж-фонды практически не раскрывают свои финансовые данные, подвержены минимальному регулированию; действие закона об инвестиционных компаниях на хедж-фонды не распространяется потому, что круг участников таких компаний ограничен немногочисленными богатыми и, надо полагать, искушенными в финансовых вопросах инвесторами;

4) очень высокими ценами на услуги: в год такие хедж-фонды взимают до 2% от стоимости активов (и даже больше) плюс 20% — а порой до 50%! — от общей суммы прибыли (этот большой ломоть прибыли несколько неискренне называют платой за бремя). Говорят (и не без оснований), что хедж-фонды — это не какая-то особая

инвестиционная стратегия, это – стратегия выплаты компенсаций.

Как бы там ни было, устойчивый рост активов хедж-фондов на протяжении последних трех десятилетий в последние пять лет достиг кульминации. В настоящее время стоимость совокупных активов хедж – фондов приближается к 1 трлн долл. Вероятно, 600 млрд долл. из этой суммы составляют акции. Хотя этот триллион меньше 3,8 трлн долл., вложенных в работающие с акциями инвестиционные фонды, обе эти суммы нельзя считать незначительными. Недавние исследования позволяют предположить, что на хедж – фонды приходится 40% всех акций, обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже и на NASDAQ. Таким образом, важность хедж-фондов в инвестирующей Америке парадоксальна. На долю хедж-фондов приходится 40% общего объема торгов ценными бумагами, и лишь скромные 4% собственности – на акции.

Прибыли, полученные хедж-фондами в прошлом, вряд ли оправдывают низкопоклонство, с которым общество относится к этим институтам. Например, с 1996 по 2003 г. достигнутая средним хедж-фондом годовая прибыль составляла всего-навсего 9,3%¹²⁷. Интересам инвесторов лучше послужило бы владение простым, дешевым паем в фонде, инвестиции которого сбалансированы между облигациями и акциями. Например, проводящий осторожную политику Vanguard Wellington Fund за указанный период получал прибыль в размере 10,1% при более низком риске (стандартное отклонение у Vanguard Wellington Fund составило 9,9% по

¹²⁷ Malkiel B. G., Saha A. Hedge Funds: Risk and Return // Financial Analysts Journal. 2005. Vol.61, No. 6. P.83.

сравнению с 10,4% у среднего хедж-фонда) и демонстрировал гораздо более высокую эффективность, чем средний хедж-фонд.

Прошлое — не пролог к будущему

Более того, многие хедж-фонды (а по оценкам Комиссии по ценным бумагам и биржам таких хедж-фондов насчитывается почти 400) достигли успехов благодаря, так сказать, незаконным сделкам с инвестиционными фондами, проведенным в неразрешенное время. Вследствие разразившихся в фондах скандалов (о них будет рассказано в главе 7) инвестиционные фонды установили серьезные препятствия, которые должны предотвратить появление новых схем игры на разнице во времени. Кроме того, по мере разрастания сообщества хедж-фондов все больше и больше умных инвесторов будут выискивать случаи, когда изощренность и интеллект управляющих хедж-фондами позволят извлечь максимум выгоды из незначительной неэффективности рынков. Парадоксальным образом самое их существование делает успех их миссии в будущем все менее и менее вероятным. В результате значительную часть успехов, достигнутых хедж-фондами в прошлом, можно считать успехами, которые больше не повторятся.

Становиться на пути свободных рынков или пытаться укротить рост хедж-фондов — не дело государства. Недавнее решение Комиссии по ценным бумагам и биржам об обязательной регистрации хедж-фондов — шаг в правильном направлении, но он вряд ли остановит размножение и развитие хедж-фондов. Рост замедлится лишь тогда, когда сами инвесторы придут к пониманию того, что управляющие хедж-фондами не предлагают универсальных, спасающих от всех бед средств и

что многих из них (если не всех) не только переоценивают, им еще и непомерно много платят.

Как только инвесторы начнут понимать, что заранее выбрать успешные хедж-фонды трудно, что высок риск банкротства (за 1995–2003 гг. более 1800 хедж-фондов свернули свои шатры), высоки издержки, налоги для хедж-фондов низкие – во всех этих отношениях большинство хедж-фондов демонстрировало в лучшем случае средние показатели с некоторыми существенными отклонениями или выше средних показателей – рост хедж-фондов замедлится, а их активы сократятся. Когда это произойдет, собственность на акции перейдет в более крепкие руки. И все же, несмотря на то, что ставки комиссионных на Уолл-стрит упали, Уолл-стрит процветает. Почему? Да потому, что суммы, получаемые в виде вознаграждений, возросли! Сокращения сопровождалось ошеломляющим ростом уровня транзакционной активности, и этому росту способствовали сокращения ставок комиссионных. Совокупный объем ежедневных торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже и на NASDAQ подскочил с 15 млн акций в день в 1970 г. до 80 млн акций в день в 1980 г. и до почти 3 млрд акций в день в 2004 г. Даже после обвала фондового рынка на 50% в 2000–2002 г. объем дневных торгов достиг исторического максимума – 3,3 млрд долл. в 2004 г., когда средний темп оборота составил 150%. Согласно отчетам Комиссии по ценным бумагам и биржам, соответственно росли и доходы крупные с Уолл-стрит. Доходы биржевых дилеров возросли с 20 млрд долл. в 1980 г. до 75 млрд долл. в 1990 г. и до 324 млрд. долл. в 2000 г., в 2004 г., согласно оценкам, сократившись до 270 млрд.

долл.¹²⁸. Разумеется, рост доходов, получаемых этими дилерами ценных бумаг, просто отражает рост оплачиваемых инвесторами издержек.

Дивиденды имеют значение

Другим важным фактором, способствовавшим расцвету спекуляций, было постепенное снижение дивидендов как важной части уравнения «инвестиции–прибыль». Даже в 30-х годах прошлого века, когда оборот портфельных обвинений составлял всего лишь малую долю нынешнего, лорд Кейнс отмечал, что «на одном из величайших мировых рынков инвестиций, а именно Нью-Йоркском, влияние спекуляции (в вышеуказанном смысле) огромно...»

Говорят, что американец редко помещает деньги «ради дохода», как это все еще делают многие англичане. Он неохотно инвестирует капитал, если не рассчитывает на увеличение его ценности. Это лишь другой способ выражения того факта, что, расходуя деньги на инвестицию, американец связывает свои надежды не столько с ее ожидаемым доходом, сколько с благоприятными изменениями в совокупности психологических предположений, на основе которых формируется рыночная оценка. Иными словами, он выступает как спекулянт в отмеченном выше смысле¹²⁹. Хотя то же самое влияние спекуляций господствует сегодня, Кейнс не мог вообразить ни роста оборотов биржевой торговли, ни падения дивидендных доходов в США.

Исторически на дивиденды приходилась почти половина рыночной доходности — около 5%

¹²⁸ Источник: Securities and Exchange Commission Annual Reports.

¹²⁹ Кейнс Дж. М. Общая теория. С. 223.

ежегодного дохода фондового рынка, равного 10,5%. Остальную часть рыночной доходности обеспечивал рост доходов, в среднем составлявший около 5% в год. И все же дивидендная доходность американских акций в начале 2000 г. упала до 1%, что стало отражением ошибочного отношения инвесторов. В эпоху, когда акции держали ради роста, доходы по акциям, казалось, не имели значения. Даже в начале 2005 г. дивидендная доходность оставалась на поразительно низком уровне – 1,8%. (На протяжении прошлого века спекулятивный доход, измеряемый изменениями цен, которые готовы заплатить инвесторы за каждый доллар дохода, был подвержен очень сильным колебаниям, но его увеличения и сокращения в общем уравнивали друг друга и оказывали ничтожное воздействие на долгосрочную доходность инвестиций.)

Говорят, что налоговая политика США делает дивиденды менее эффективным способом распределения корпоративных прибылей, чем выкуп акций в рамках программ корпоративных выкупов, и в этом есть доля истины. Тем не менее ирония заключается в том, что устойчивое снижение нормы дивидендных выплат произошло в период, когда пенсионные и инвестиционные фонды стали главными собственниками акций. Дивиденды, полученные пенсионными фондами, полностью освобождены от налогов, а в инвестиционных фондах, вкладывающих средства в акции, вознаграждения, выплачиваемые управляющим, и расходы, поглощают около 80% дивидендов. На выплаты остальным собственникам капитала фондов остается всего лишь 20%. Половина этих остальных собственников в любом случае сохраняет свои акции в освобожденных от уплаты налогов пенсионных фондах. (Портфельные управляющие фондов, вознаграждения которых

рассчитывают на основе доходов до уплаты налогов, отличаются поразительным безразличием к расходам на уплату налогов. Налоги на дивиденды и прирост стоимости капитала оплачивают акционеры фондов.)

Дивидендная политика

Особое отличие дивидендов состоит в том, что ориентированный на доходы инвестор в меньшей мере соблазняется песнью, которую ежедневно поют сирены господина Рынка. В теории ориентированный на доход инвестор полагается на постоянные устойчивые выплаты дивидендов, которые со временем растут, и должен проявлять склонность к сохранению своих акций. Опыт подтверждает эту теорию: собственники акций, приносящих дивиденды, сохраняют свои акции вдвое чаще, чем собственники акций, которые не приносят дивидендов. Оборот акций, которые не приносят дивидендов, в настоящее время составляет 175% в год; оборот акций, приносящих дивиденды, составляет около 85% в год. И этот оборот достаточно высок, но все же он вдвое ниже оборота акций, не приносящих дивидендов. Итак, если акционеры потребуют, чтобы корпорации уделяли больше внимания дивидендным выплатам, акцент, который рынок делает на спекулятивном элементе доходов на акции, должен пойти на спад. Инвестирование ради получения дохода — долгосрочная стратегия; инвестирование ради получения прироста стоимости капитала слишком часто оказывается краткосрочной стратегией.

Каким бы невероятным это ни казалось сегодня, но такой результат никоим образом не является невозможным. Действительно, резкое сокращение ставок налогообложения, применяемых к дивидендам (достигающих 15%) в 2003 г., уже, по-

видимому, дало некоторый толчок к повышению дивидендов. Инвесторы-собственники должны укреплять этот только что обозначившийся тренд, при необходимости оказывать давление на корпорации, требуя увеличения дивидендных выплат, и работать над восстановлением традиционного значения дивидендов в инвестиционном уравнении. Несмотря на отсутствие доказательств того, что удержание доходов приводит к здравым решениям о распределении капитала, норма дивидендных выплат на протяжении нескольких десятилетий устойчиво снижалась, сократившись с примерно 50% в 1974–1994 гг. до всего лишь примерно 30% в последние десять лет. И все же история свидетельствует: более высокие дивидендные выплаты фактически связаны с более высокими будущими доходами в расчете на акцию.

В 2003 г. Роберт Д. Арнотт и Клиффорд С. Аснесс писали: «Исторические данные позволяют довольно уверенно предположить, что рост будущих ожидаемых доходов становится наиболее быстрым тогда, когда текущие дивидендные выплаты высоки, и становится предельно медленным тогда, когда дивидендные выплаты низки... [это] противоречит мнению о том, что значительное реинвестирование удержанных доходов способствует более быстрому росту доходов в будущем. [Этот вывод] согласуется с рассказами об управляющих, которые сообщают миру о своих ожиданиях доходов с помощью дивидендов или, временами, посредством возведения ненужных небоскребов. Наши выводы противоречат мнению рыночных обозревателей, считающих низкие дивидендные выплаты недавнего прошлого признаком высоких будущих доходов»¹³⁰.

¹³⁰ Arnott R. D., Asness C. S. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth // Financial

Как правило, в компаниях с самыми низкими дивидендными выплатами доходы в будущем растут примерно на 3% в год, отставая от роста доходов фирм с самыми высокими дивидендными выплатами, составляющего 7,5%. Разрыв составляет поразительные 4,5% в год.

Доходы — всего лишь предположения, наличные — факт

Далее, по мере возвращения дивидендных доходов на их заслуженное место под солнцем доходность должна перестать использоваться в качестве главного критерия оценки акций. Чтобы не забыть, скажу: дивиденды (по меньшей мере дивиденды, хорошо обеспеченные будущими доходами) реальны, в отличие от иллюзорных, фиктивных доходов на акцию, которые фабрикует ежеквартально либо под прикрытием общепринятых норм бухгалтерского учета, либо без такого прикрытия. Даже в тех случаях, когда доходы оформляют правильно, расчеты зависят от множества оценок и предположений, касающихся будущих и неизвестных событий.

Сосредоточенность прежде всего на корпоративных доходах привела нас по усаженной примулами дорожке к неразумным затратам капитала, к слияниям, совершенным единственно по финансовым соображениям и без каких-либо связанных с конкретной компанией причин, и к тем постыдным финансовым махинациям, которые, как мы теперь знаем, стали торжеством формы над содержанием. С другой стороны, дивиденды напоминают нам о том, что деньги — царь, который играет важную роль в генерировании долгосрочных

доходов. Восстановление прежнего высокого положения дивидендов значительно способствует снижению нынешних высоких оборотов и чрезмерной спекуляции. Доходы — всего лишь предположения, гипотезы, тогда как наличность — материальный факт.

Обуздание спекулятивных эксцессов

Цена, которую заплатили инвесторы за спекулятивный дух, царящий на финансовых рынках США, достаточно высока для того, чтобы стать делом государственного значения. Политикам следует подумать о разработке дифференцированных стратегий налогообложения, направленных на искоренение чрезмерной спекуляции. Еще в 1986 г. Уоррен Баффет предложил обложить краткосрочный прирост капитала 100%-м налогом, который взимался бы со всех инвесторов — не только с налогооблагаемых частных инвесторов, но и с освобожденных от уплаты налогов пенсионных фондов. Хотя налог, взимаемый по столь высокой ставке, может показаться слишком суровым, налог, взимаемый с очень быстрого прироста стоимости воплощенного в акциях капитала по ставке, равной, возможно, 50%, и дифференцированный в зависимости от длительности владения акциями, помог бы привести инвесторов в чувство. Баффет говорит, что выдвинул эту идею в шутку. Но поскольку оборот фондового рынка вырос с 25% (таким был оборот в тот момент, когда Баффет выдвинул свое радикальное предложение) до 150% в 2004 г., ему, возможно, следовало бы сделать свое предложение всерьез. Почему бы не рассмотреть возможность создания особого класса акций, вознаграждающих инвесторов премиальным дивидендом в том случае, если инвесторы сохраняют эти акции в течение срока,

превышающего, скажем, один год? Если необходимо укрепить долгосрочную перспективу инвесторов, найти способы сделать это можно.

К изменению спекулятивного склада мышления инвестиционных управляющих могло бы побудить развитие новых форм контрактов об инвестиционном консалтинге, например, контрактов на намного более продолжительные сроки, чем обычные сегодня годовые контракты. Впрочем, такие контракты должны содержать положения о немедленном расторжении сделок в случае наступления чрезвычайных событий и четко определять полномочия управляющих. Эти контракты должны предусматривать вознаграждение управляющих за долгосрочные достижения, дополнительные вознаграждения за доходы, превышающие выбранные для сравнительной оценки показатели, и штрафы за невыполнение поставленных задач. Хотя, как будет показано в главе 9, инвестиционные фонды считают такие «стимулирующие» контракты проклятием, пенсионные фонды широко используют их. Но поскольку умные управляющие предпочитают получать щедрое вознаграждение независимо от результатов своей деятельности, если корпорации и директора фондов хотят добиться внедрения таких контрактов, они должны потребовать оплаты по результатам.

Наконец, финансовое сообщество должно предпринять серьезные меры к тому, чтобы усилить понимание гражданами-инвесторами того, что краткосрочный трейдинг порождает убытки в долгосрочной перспективе. Плата, которую в форме издержек взимает американская система финансового посредничества, включает не только тяжелые оборотные издержки, но и налоги, взимаемые американской системой федеральных налогов, налогов штатов и даже местных налогов.

У инвесторов, облагаемых налогами, налоги, которыми облагают долгосрочный и краткосрочный прирост стоимости капитала, полученный за время последнего периода «бычьей» конъюнктуры, должны оказать опустошительное воздействие на прибыли до уплаты налогов, уплату которых охотно, собственно говоря, даже бесчувственно взяли на себя их финансовые управляющие. За срок амортизации инвестиций эта утечка не являющихся необходимыми налогов вполне может составлять разницу между триумфом и катастрофой в накоплении богатства.

Если и существует какой-то один принцип, который должны понимать частные инвесторы, то этим принципом является извечная реальность инвестирования: доходы, полученные инвесторами как группой, неизбежно будут отставать от любых доходов, которые способны приносить финансовые рынки Америки. Это отставание точно равно сумме расходов, которые инвесторы несут благодаря американской системе финансового посредничества и налогам на дивиденды и реализованный прирост рыночной стоимости капитала. И все же большинство инвесторов, по-видимому, забывают о подлинном бремени, которое возлагают на срок амортизации их инвестиций расходы и налоги. Это состояние блаженного неведения, под которое охотно подлаживаются управляющие американских фондов.

Инвесторы должны понимать простую математическую реальность: если фондовый рынок в течение следующих 50 лет будет обеспечивать доход в 8%, 1 инвестированный доллар с учетом сложного процента превратится в 47 долларов. Даже за вычетом минимальных издержек в размере 2,5% и еще 1,5% на уплату налогов чистая прибыль составит всего 4%. С учетом сложного процента

тот же самый 1 доллар превратится в 7 долларов, что составит только 15% от суммы оптимальной прибыли. Разумеется, американское общество платит цену, когда просто вследствие издержек инвестирования и налогов на инвестиционную деятельность инвестор получает в свое распоряжение менее трети долгосрочного инвестиционного дохода. Как только инвесторы поймут, что краткосрочная спекуляция – дорогостоящее заблуждение, а долгосрочное инвестирование – бесценная мудрость, и станут выбирать только тех портфельных управляющих, которые избегают спекуляций и полагаются на долгосрочное инвестирование, финансовая система соответствующим образом и быстро перестроится.

Мобилизация институциональных инвесторов

Как было отмечено в главе 3, требование раскрытия собственникам того, как инвестиционные фонды используют голоса, предоставленные им по доверенности, создало у фондов новый и мощный мотив к осуществлению прав корпоративных граждан. Разумеется, поскольку в США насчитывается 95 миллионов собственников фондов, это требование равносильно требованию публичного раскрытия информации. Необходимо потребовать публичного раскрытия информации всеми доверенными лицами, в том числе традиционными пенсионными и дарственными фондами. Но права сопряжены с обязанностями. Поэтому необходимо разработать такие стандарты, в соответствии с которыми все попечители, включая фонды, учрежденные властями штатов, органами местного самоуправления и университетами (а как известно, в таких фондах политические и экономические соображения отодвигают на второй план требования, предъявляемые к лицам, действующим

на основе доверенности), должны будут придерживаться высоких стандартов фидуциарной ответственности.

Институциональным инвесторам, имеющим мотивацию к правильному поведению, также нужно предоставить возможность и поступать так, как следует, а также доступ к результатам голосований по доверенности. Однако, как было сказано ранее, такой доступ предоставляют крайне неохотно, и недавнее предложение Комиссии по ценным бумагам и биржам лишь приоткрыло возможность такого доступа. Предложение разрешает крупным акционерам назначать от одного до трех директоров (в зависимости от численного состава совета директоров), но только после того, как происходят определенные события, способные инициировать изменения состава совета. Комиссия должна пойти дальше и предоставить существенно большую свободу коллективных действий инвесторов.

Если Комиссия по ценным бумагам и биржам издает такое предложение о допуске инвесторов к информации о голосованиях и запрашивает комментарии у заинтересованных сторон, ситуация печальна. Мне неизвестно ни единого случая, когда институциональный управляющий, отвечая на этот запрос, потребовал бы более открытого доступа. Действительно, вместо того чтобы добиваться более широкого доступа, институциональные инвесторы хотят, по-видимому, еще более сузить его. Некоторые комментаторы хотели сделать слабое предложение о доступе еще более слабым, предлагая более высокие доли собственности в качестве пороговых значений, дающих право назначать директоров. Ни в одном отзыве я не нашел возмущенных требований разрешить доверенным лицам действовать как

активным собственникам, и, насколько мне представляется, большинство главных представителей отрасли вообще не удосужились как-то откликнуться на предложение Комиссии. Fidelity, Putnam, Janus, MFS, Vanguard и Dreyfus не дали никаких комментариев. Не дали их и Citibank, Merrill Lynch. Не ответил банк Morgan Stanley, хотя он контролирует огромную империю фондов. А другие институты фактически выступили против умеренного порыва Комиссии по ценным бумагам и биржам к корпоративной демократии. В числе таких институтов — Schwab, Prudential, Northern Trust, J. P. Morgan Chase. У всех перечисленных институтов есть крупные инвестиционные фонды и подразделения. Если США предстоит вернуться к капитализму собственников, в дело определенно придется втягивать активно отбивающуюся от участия в схватке инвестирующую Америку.

Для реформирования корпоративного управления крайне важно посеять семена сотрудничества между долгосрочными инвесторами. Я неоднократно призывал Институт инвестиционных компаний спонсировать охватывающий всю отрасль план по укреплению интереса акционеров фондов к обузданию проявляющегося при голосованиях всемогущества фондов, но мои призывы не встретили пока никакого отклика. В отсутствие действий в масштабах всей отрасли небольшая группа управляющих фондами могла бы стать ядром, объединяющим тех, кто поднимает вопросы корпоративного управления. Позднее к ним присоединились бы и другие управляющие-единомышленники. На первых порах составить это ядро могли бы индексные инвестиционные фонды, индексные пенсионные фонды и инвестиционные пулы, придерживающиеся стратегий, похожих на

стратегии индексных фондов, и управляемые посредством количественных стратегий (две из трех крупнейших компаний, управляющих институциональными инвесторами в акции, и три из шести самых крупных управляющих инвестициями компаний являются, в сущности, индексными фондами). Есть и другие заметные активные управляющие, проводящие долгосрочные инвестиционные стратегии (например, Capital Group, Wellington, Dodge and Cox). Эти компании – первые кандидаты на последующее присоединение к группе инициаторов.

На протяжении по меньшей мере пяти последних лет я призываю (пока безуспешно) к созданию федерации долгосрочных инвесторов для обсуждения вопросов корпоративного управления и корпоративного гражданства. Обретение этой идеей притягательной силы – всего лишь вопрос времени. После резкого падения фондового рынка и огромных убытков, понесенных миллионами инвесторов, которые с запозданием вспомнили о том, что являются собственниками акций, время для осуществления идеи объединения долгосрочных инвесторов, возможно, приблизилось. Так или иначе, институциональные инвесторы, владеющие компаниями на правах собственности и отличающиеся от тех, кто торгует акциями, должны сотрудничать друг с другом для того, чтобы оказать благотворное влияние на собственное благо, а также на благо всех собственников корпоративных акций.

Что такое собственность?

Величайший вызов, с которым сталкиваешься в стремлении исправить перекосы в развитии корпоративной Америки, – достижение положения, при котором гигантские институты инвестирующей

Америки, главным образом пенсионные и инвестиционные фонды, стали бы действовать так, как должны действовать собственники. Попечители и управляющие этих фондов — не настоящие собственники, они — посредники, действующие от имени бенефициаров (служащих корпораций, пенсионеров и акционеров фондов), перед которыми они имеют фидуциарное обязательство быть лояльными и рачительными управляющими. Отчасти причина их неспособности выполнять эту обязанность состоит в том, что они отклоняются от своих фидуциарных обязанностей в силу противоречащих, часто корыстных соображений.

Массированная замена личной собственности собственностью доверительной — одна из главных проблем капитализма XXI века. Вспомните: всего 50 лет назад институциональная собственность была несущественной; сегодня 66% всех акций принадлежат институтам. Таким образом, прямая собственность сократилась фактически со 100 до 34%. Настоящие собственники акций — инвесторы, владеющие акциями по праву собственности и ради собственного блага, — становятся вымирающим видом. Итак, первая задача — потребовать, чтобы финансовые посредники, ныне господствующие в инвестирующей Америке, сделали интересы тех, кому они служат, своим главным и первоочередным делом. Необходимо укрепить традиционный закон о доверительном управлении, который в настоящее время кое-как осуществляют штаты, в которых зарегистрированы корпорации. Нужно подумать, не следует ли осуществлять регистрацию компаний на федеральном уровне (такое предложение, оказывается, обсуждали на Конституционном конвенте 1787 г.).

Еще двести с лишним лет назад Джеймс Мэдисон доказывал, что новое федеральное

правительство должно быть наделено полномочиями выдавать разрешения на учреждение корпораций. Но, по словам Роджера Ловенстайна, «федеральные разрешения сильно напоминали о поборах королевской власти, [поэтому] регистрацию компаний предоставили штатам, которые и должны были написать правила регистрации. Благодаря своей крайней терпимости штат Делавэр стал излюбленным местом пребывания корпораций, в значительной степени так же, как Каймановы острова стали на бумаге юридическим адресом стремящихся к секретности банков. По сей день более половины крупнейших корпораций Америки зарегистрированы в этом штате, который по размерам превосходит только Род-Айленд. Законы штата Делавэр настолько мягкие, что не требуют даже публикации годовых отчетов»¹³¹.

Если регистрация компаний на федеральном уровне – несбыточная мечта, необходимо гораздо более строгое регулирование корпораций на уровне штатов, возможно, унифицированный кодекс для штатов, который позволит избежать вероятности выбора корпорациями юридического адреса. Такой выбор допускает специфический случай проявления закона Грешема, согласно которому дурное управление вытесняет хорошее, находя штаты, которые дают управляющим убежища. Итак, возможно, необходимо подумать о предоставлении акционерам права утверждать штат регистрации¹³². Но во избежание каких-либо ошибок замечу, что любая идея единообразного для нескольких штатов кодекса фидуциарной ответственности потребует многолетних усилий и сотрудничества, которое, по

¹³¹ Lowenstein R. A Boss for the Boss // New York Times Magazine. 2003. December 14. P. 42.

¹³² Полагаю, что впервые эту идею выдвинула Нелл Майноу из The Corporate Library.

крайней мере сегодня, кажется почти недостижимым.

Наконец, важно, что рядовые собственники — сами инвесторы — требуют высоких стандартов попечительства от тех, кто представляет их собственнические интересы.

95 миллионов прямых собственников инвестиционных фондов, не обладающие никакой личной властью, имеют внушающую трепет коллективную власть. Этим инвесторам фондов надо понять, в чем суть инвестирования и доверительного управления, и, голосуя ногами, потянуться в фонды, которые всерьез ставят интересы инвесторов на первое место. Хотя у вкладчиков в сберегательные схемы и бенефициаров пенсионных фондов в настоящее время нет механизма, который позволил бы достичь аналогичного результата, они, несомненно, заслуживают какого-то формального юридического голоса при учреждении стандартов поведения попечителей, управляющих активами, которые выделены для обеспечения будущих пенсий. Закон совершенно определенно говорит о том, что попечители пенсионных схем и фондов обязаны быть лояльными к своим доверителям и проявлять благоразумие. Необходимо дальнейшее уточнение подлинного смысла этих слов и стандартов, которыми измеряют реализацию этих слов.

Реальные шаги

Пришло время начать процесс реформирования, которое в конце концов предоставит инвестирующей Америке возможность выполнить обязанности, связанные с корпоративным управлением. Впрочем, для того, чтобы правильно голосовать по доверенности, американским институциональным инвесторам необходимо нечто

большее, чем мотивация. Государственная политика должна двинуться в направлении содействия доступу инвесторов в голосованиях по доверенности. Инвесторам следует разрешить вносить предложения об учреждении стандартов управления и о ликвидации введенных управляющими ограничений. Инвесторов следует допустить к участию в голосованиях по вопросам одобрения или отказа от слияний, установления стандартов вознаграждений, выплачиваемых управляющим, и распределения опционов на покупку акций или определения дивидендной политики. Все крупные инвесторы, которые заинтересованы в повышении стоимости, внутренне присущей корпорациям, имеют законное право участвовать в решении этих вопросов. Хотя предоставление доступа крупным, долгосрочным и ответственным собственникам сопряжено с некоторыми издержками, эти издержки составят лишь крошечную часть ресурсов большинства корпораций, а блага, которые эти затраты принесут собственникам, намного превысят расходы на их достижение.

Хотелось бы добавить, что федеральное законодательство должно обладать приоритетом перед законодательством штатов в вопросах, касающихся прав акционеров и обязанностей директоров, и предпринять шаги к предотвращению разнообразных докучливых глупостей, связанных с ограничением доступа группам инвесторов, владеющим, скажем, по меньшей мере 10% эмитированных акций в течение хотя бы двух лет. Кроме того, я бы разрешил выдвигать в советы кандидатов на примерно том же основании, хотя и освобожденном от чрезмерных ограничений, устанавливаемых Комиссией по ценным бумагам и биржам. «Власть долгосрочным собственникам!» — вот лозунг назревшей реформы.

В редакционной статье, опубликованной в журнале The Economist и озаглавленной «Корпоративное управление по-американски: пожалуйста, никакой демократии, мы – акционеры», та же мысль выражена так:

Столкнувшись с истеричным противодействием корпоративных боссов, которые не могут вообразить худшего унижения, чем унижение подлинными выборами... Комиссия по ценным бумагам и биржам нашла достаточно смелости для того, чтобы предложить маленький шагок в направлении к подлинной демократии акционеров. И все же это предложение если и заслуживает какого-то определения, то этим определением будет слово «робкое»... Комиссии по ценным бумагам и биржам следует незамедлительно осуществить это скромное изменение правил. Затем, возможно, следует подумать о принятии другого вполне скромного предложения о введении правила, которое давно соблюдают в более дружелюбно относящихся к акционерам странах, таких, как Великобритания: если акционеры отказывают в поддержке кандидату и подают против такого кандидата больше голосов, чем за него, этого кандидата нельзя выбирать в совет директоров. До чего же смело и демократично!¹³³

Введение в США подобного правила, в соответствии с которым голоса, которые не поданы за кандидата, считаются голосами, поданными против него, радикально изменило бы динамику корпоративного управления, причем к лучшему. Но

¹³³ No Democracy Please, We're Shareholders // The Economist. 2004. April 29.

если даже скромные реформистские предложения вызывают противодействие, такое смелое предложение потребовало бы огромных и длительных усилий. При этом я очень доволен тем, что Комиссия по ценным бумагам и биржам недавно проявила готовность допустить предложения акционеров, требующие большинства голосов для избрания любого директора. Во время периода голосований по доверенности в 2005 г. было подано примерно 81 подобное предложение. В Citigroup такое предложение было поддержано 41% голосов, в компании Gannett — 48%. Еще в 13 компаниях согласились рассмотреть вопрос.

Но, как я уже говорил, даже при существующих ограничениях собственники обладают возможностью оказать влияние на некоторые аспекты деятельности компаний. Им не стоит спать до тех пор, пока им, наконец, не предоставят права широкого доступа. Хотя очевидно, что для усиления корпоративной демократии необходимы серьезные структурные изменения, финансовым институтам не следует недооценивать уже имеющиеся у них возможности осуществлять изменения.

Если только американские инвесторы наберутся смелости для осуществления права голоса, которое у них уже есть, выяснится, что сегодня институциональные собственники обладают властью, достаточной для того, чтобы стать серьезной силой, действующей в пользу перемен. Перечислю то, что инвесторы уже могут сделать (и что им следует сделать):

- Отказаться голосовать за председателей советов, которые одновременно являются генеральными директорами. (Помните разницу между «боссом предприятия» и «боссом совета»?)

- Голосовать против аудиторов, которые одновременно оказывают консалтинговые услуги (или получают за консалтинговые услуги гонорары, намного превышающие гонорары за аудиторские услуги).
- Отказаться голосовать за членов совета директоров, которые работают в аудиторских комитетах, комитетах по вознаграждениям и комитетах по управлению, в тех случаях, когда квалификация или независимость этих людей представляются сомнительными.
- Голосовать за предложения отменить ограничения на открытое управление (например, за эшелонированные советы директоров, в которых важные вопросы решают не все директора).
- Голосовать против предложений, чрезмерно защищающих компании от поглощений, таких, как положения устава, препятствующие поглощениям (положения, разработанные с целью предоставления компаниям возможности добиваться более высокой цены при попытках враждебного поглощения, — совсем другое дело).
- И, возможно, самое важное из всего — голосовать против планов эмиссии опционов, явно размывающих стоимость акций.

Планы эмиссии акций, один из самых явных пережитков капитализма управляющих, — поле, на котором разворачивается битва за восстановление капитализма собственников. Собственники должны потребовать жестких ограничений — ограничений, касающихся не только предложений о чрезмерном разводнении акций, но и предложений, в результате реализации которых кумулятивное (фактическое или возможное) разводнение акций со

временем превысит разумные пределы. Теперь, когда расходы по опционам на покупку акций по фиксированной цене, вполне вероятно, будут учитывать как затраты (и это крайне важно!), собственникам следует также требовать совершенствования опционов, условия реализации которых, описанные в главе 3, благоприятствуют собственникам.

Хотя мои рекомендации относительно наделения институциональных акционеров способностью применять сверхъестественную силу, сосредоточенную, как у Кинг-Конга, в кончиках пальцев, могут показаться радикальными и идеалистичными, однако они бледнеют по сравнению с рекомендациями, сделанными Бенджамином Грэмом почти полвека назад в первом издании «Разумный инвестор». Например, Грэм предлагал в том случае, если результаты деятельности компании оказываются гораздо ниже средних, создавать независимый комитет акционеров, который приглашал специалистов со стороны для оценки политики и компетентности управляющих. Работу таких специалистов должна оплачивать компания. Кроме того, Грэм предлагал приглашать для оценки результатов деятельности компании особых, опытных директоров, которые отчитываются непосредственно перед акционерами. В общем, Грэм ожидал и даже предполагал, что крупные акционеры будут хорошо осведомлены, усердны и готовы действовать в собственных интересах.

Легко вообразить, какой ужас у корпоративных управляющих вызвали бы предложения Грэма, будь они выдвинуты сегодня. Призвать специалистов по управлению со стороны? Создать независимый комитет акционеров? Оплатить расходы за счет компании? Потребовать, чтобы существующие агентства изучали управление

инвестициями? При господстве современной версии капитализма управляющих эти идеи кажутся почти эксцентричными. Призыв Грэма к действию сегодня важнее чем когда-либо. Некоторые выдержки из опубликованных соображений Грэма по этому вопросу приведены в примере 6.2.

Я не утверждаю, что сто ведущих институциональных инвесторов могут управлять американским бизнесом. Они не могут делать это. Действительно, можно обоснованно утверждать, что американские институциональные инвесторы управляют собой далеко не идеальным образом. Не верю я и в то, что как только долгосрочным инвесторам предоставят уровень игровой площадки, где они смогут утвердить свои права собственности, нынешний процесс голосований по доверенности превратится в трясину неудачных назначений и предложений, выдвигаемых плохо осведомленными собственниками. Повторю два главных принципа:

- 1) никакие изменения не могут произойти, если за них не проголосует большинство акций;
- 2) все изменения, одобренные большинством акционеров, должны быть осуществлены советом директоров. Если мы располагаем механизмами, которые вполне определенно утверждают права крупных собственников вмешиваться в вопросы управления и в фундаментальные вопросы политики (выплаты дивидендов, вознаграждения управляющих, планы распределения опционов и т.п.), поведение директоров корпораций изменится и они станут отдавать приоритет интересам акционеров. Итак, реальные изменения явятся не в форме постоянной конфронтации с корпоративными управляющими и советами директоров, а в форме постоянного и вездесущего напоминания о том, что есть собственники, и с их голосом надо считаться.

Столкнувшись с латентной мощью инвестирующей Америки, главные стражи корпоративной Америки, члены национального совета директоров, снова станут выполнять свою традиционную роль пользующихся доверием управляющих активами акционеров. Если угодно, корпоративная демократия породит республиканское управление.

ПРИМЕР 6.2

Призыв к действию из книги Б. Грэма
«Разумный инвестор»

Итак, какие конкретные практические шаги могут предпринять акционеры для того, чтобы поставить эффективных управляющих на место плохих управляющих? Во-первых, мы полагаем, что некоторые из наиболее крупных акционеров должны убедиться в необходимости изменений и захотеть работать над их достижением. Во-вторых, рядовым акционерам следует сохранять достаточную непредвзятость мышления для того, чтобы понять материал, выносимый на голосование по доверенности, и взвесить доводы обеих сторон. Рядовые акционеры должны по меньшей мере быть способны узнать, когда их компании действуют неудачно, и быть готовыми к тому, чтобы потребовать от управляющих каких-то более веских оправданий, чем набор банальностей. В-третьих, если цифры явно показывают, что результаты деятельности компаний намного хуже средних, было бы особенно полезно завести обычай приглашать специалистов по управлению со стороны и просить их сделать заключение о политике и компетентности управляющих...

Предпочтительно, чтобы таких специалистов приглашал не существующий совет директоров, и чтобы специалисты не отчитывались перед этим советом. Выбором консультантов со стороны должен заниматься независимый комитет акционеров, испрашивающих на то голоса по доверенности. Отчитываться о результатах проведенной проверки консультанты должны непосредственно перед акционерами. Расходы по проверке должна нести компания, акционеры которой инициировали проверку.

Финансовые агентства, которые могут оказать помощь

Существует много финансовых агентств, которые могут оказать существенную помощь в деле улучшения корпоративного управления. Эти агентства имеют опыт решения подобных вопросов, а также огромное влияние на акционеров. В числе таких агентств — ведущие инвестиционные фонды, Ассоциация фирм, работающих на фондовой бирже, Нью-Йоркское общество специалистов по анализу ценных бумаг, фирмы, оказывающие финансовые услуги, и крупные фирмы, занимающиеся инвестиционным консалтингом. Все эти агентства избегают данной сферы деятельности, считая ее хлопотной и невыгодной. Мы думаем, что, устранив, эти агентства упускают огромную возможность оказать услугу инвесторам и приобрести престиж и репутацию.

Нет абсолютно никакой необходимости в том, чтобы такие агентства выступали с инициативами и требовали расследования эффективности управляющих даже в тех

случаях, когда такое расследование представляется оправданным, хотя выдвижение подобного требования инвестиционным фондом, озабоченным эффективностью управляющих, было бы совершенно обоснованно. От этих агентств требуется только готовность поддержать подобные требования в тех случаях, когда они выдвинуты на основании убедительных свидетельств, представленных крупными акционерами... Не имея такой поддержки, акционеры, вероятно, останутся апатичными и склонными соблазняться пропагандистскими обещаниями управляющих.

Альтернативой расследованию, проведенному специалистами со стороны, может быть избрание одного профессионального и независимого директора (или нескольких таких директоров). Такой вариант может дать акционерам определенные преимущества. Профессиональными и независимыми директорами должны быть люди, обладающие предпринимательским опытом и способные посмотреть на проблемы компании свежим взглядом специалиста. За свое время и навыки эти люди должны получать адекватное вознаграждение. Они должны представлять акционерам и собственникам предприятия отдельные годовые отчеты, содержащие их личные мнения по главному вопросу, который вызывает озабоченность собственников предприятия: «Демонстрирует ли предприятие инвестору-аутсайдеру результаты, которых можно было бы ожидать при правильном управлении? Если нет, то почему, и какие меры следует принять для исправления ситуации?» Нам следует сделать некоторые пояснения относительно использования

понятия «инвестор–аутсайдер». Этим понятием мы описываем собственников, которым не следует считать себя – и которые сами не считают себя – непосредственно участвующими в управлении предприятием. Очевидно, что более 99% акционеров любой крупной публичной компании являются «посторонними акционерами». Число собственников–инсайдеров должно быть очень ограниченным, но в большинстве случаев (хотя и не всегда) такие собственники владеют значительными пакетами акций.

Инсайдеры против аутсайдеров

Хотя в некоторых существенных отношениях интересы инвесторов–инсайдеров и инвесторов–аутсайдеров идентичны, в других отношениях их мнения могут не совпадать и даже в корне противоречить друг другу. Разумеется, обе группы хотели бы видеть крупные доходы и высокую рыночную стоимость своих акций. Но инсайдеры обычно не хотят менять управляющих ради улучшения доходов, поскольку это будет означать увольнение управляющих. Более того, у инсайдеров зачастую есть особое, собственное мнение по двум вопросам, которые самым непосредственным образом касаются акционеров–аутсайдеров: вопросам дивидендных выплат и средней рыночной цены акций.

Почему у акционеров–инсайдеров может отсутствовать собственная заинтересованность в проведении политики, направленной на обеспечение адекватного дивидендного дохода и адекватной средней рыночной цены акций? Странно, насколько

плохо понимают этот вопрос. Инсайдеры при установлении реальной стоимости своих пакетов акций не зависят от дивидендов и рыночных котировок. Инсайдеры измеряют стоимость тем, как они могут распорядиться компанией тогда, когда (и если) захотят сделать это. Если инсайдерам надо получить более высокие дивиденды для установления стоимости акций, они могут повысить дивиденды. Если необходимо установить стоимость предприятия, они могут предпринять любой из следующих шагов: продать его другим компаниям, заново капитализировать его или вывести из него денежные активы, не являющиеся необходимыми. Конкретный способ инсайдеры могут выбрать по своему усмотрению в тот момент, который сочтут подходящим. Инсайдеры никогда не несут убытков от неоправданно низкой рыночной цены, которую всегда могут откорректировать.

источник: Graham B. The Intelligent Investor (1949). New York: HarperCollins, 2005. P. 212-213, 215, 216.

«Капитализм без собственников рухнет»

В вопросы корпоративного управления глубоко вовлечены немногие, и еще меньшее число людей играет такую конструктивную руководящую роль, какую играет Роберт А. Дж. Монкс, основатель компании Institutional Shareholder Services, а также активно участвующих в движении за реформу корпоративного управления фирм Lens Inc и Lens Governance Advisors. Монкс выдвигает ряд важных идей относительно необходимой радикальной реформы. Люди, желающие понять, что пошло не так в корпоративной Америке и что

должна сделать инвестирующая Америка для исправления возникшего в развитии перекоса, обязательно должны прочитать насыщенный фактическим материалом огромный, в 564 страницы, труд Монкса «Корпоративное управление» (книга написана в соавторстве с Нелл Майноу)¹³⁴. В изданной позднее и написанной в соавторстве с Алланом Сайксом книге «Капитализм без собственников рухнет: путеводитель политика по реформам» Монкс предложил логичную систему реформ. Здравый смысл Монкса дает ценную перспективу:

Правительство явно должно вмешаться в корпоративное управление для того, чтобы гарантировать американским гражданам соблюдение прав собственности на акции, которыми ныне пренебрегают. Необходима ясная и последовательно реализуемая государственная политика, которая предъявляет всем представителям собственников, инвестиционным институтам-посредникам и управляющим фондов явное фидуциарное требование активно действовать в отношении компаний, акции которых входят в принадлежащие указанным лицам портфели. Эта политика должна придавать этим лицам уверенность в том, что они не будут страдать от невыгодного в репутационном или конкурентном отношении положения по сравнению с конкурентами, соглашающимися с действиями управляющих. Помимо всего прочего, эта политика должна совершенно определенно раскрывать намерения правительства и подчеркивать его

¹³⁴ Monks R. A. G., Minow N. Corporate Governance. Maiden, Mass: Blackwell, 1995.

способность обеспечивать справедливое выполнение законов о доверительном управлении исключительно в целях и исключительно в интересах бенефициаров — большинства граждан, являющихся получателями пенсий из фондов, которые инвестируют средства граждан.

1. Поддерживая основополагающий принцип «нет власти без ответственности», правительство должно подтвердить, что создание эффективного присутствия акционеров во всех компаниях соответствует национальным интересам и США проводят политику содействия эффективному участию акционеров в управлении публичными компаниями.

2. Все попечители пенсионных и инвестиционных фондов и другие лица, действующие на основании доверенности, должны действовать исключительно в долгосрочных интересах своих бенефициаров и исключительно с целью обеспечения их благами, для чего необходимо обеспечить функционирование способных решать эти задачи советов директоров.

3. Для того чтобы придать полную эффективность двум первым предложениям, надо ввести ответственность институциональных акционеров за разумное голосование на основе информации.

4. В завершение и в усиление трех вышеизложенных предложений институциональным акционерам следует предоставить исключительное право и обязанность назначать по меньшей мере трех

не несущих исполнительных обязанностей директоров в каждой компании (акции которых находятся в портфелях институциональных акционеров)¹³⁵.

Краткое обобщение

В названии монографии Монкса — «Капитализм без собственников рухнет» — нет преувеличений. Корпоративная Америка сможет стать главным двигателем развития и процветания США и одним из главных источников инноваций и экспериментов только в том случае, если ее управляющие сосредоточатся на создании долгосрочной стоимости для ее собственников. Если управляющие бесконтрольно творят что ни пожелают и обустроят свои гнезда за счет собственников, капитализм не может процветать.

Но даже после осуществления назревших, охватывающих всю систему реформ потребность создания собственнической этики сохранится. Лондонский журнал *The Economist*, описывая идеального долгосрочного акционера, возможно, даже постоянного собственника, цели которого хорошо сочетаются с целями корпорации, очень точно пишет: «Теперь все зависит от финансовых институтов. Они должны энергичнее добиваться реформ, в результате которых советы директоров будут действовать более как контролеры и менее — как марионетки, подобранные старшими управляющими... Финансовым институтам следует также бороться за восстановление прав, которыми они обладают как акционеры, использовать свое внимание при избрании директоров, которые будут обязаны представлять только интересы

¹³⁵ Monks R. A. G., Sykes A. Capitalism Without Owners Will Fail, [http:// www.ragm.com/hottopics/2004/](http://www.ragm.com/hottopics/2004/).

коллективных собственников. Старшие управляющие по-прежнему будут руководить компаниями, но у них, как и у всех прочих наемных сотрудников, тоже будут начальники»¹³⁶.

Гигантские институты инвестирующей Америки должны стать лидерами процесса достижения этих целей. Управляющие финансовыми компаниями не только владеют 66% всех акций, но и командуют служащими, которые могут изучать финансовые отчеты корпораций и результаты голосований по доверенности. У финансовых управляющих есть профессиональный опыт, позволяющий им оценивать эффективность работы генеральных директоров, их оплату и их дополнительные доходы. А как только полное раскрытие результатов всех голосований по доверенности (пенсионных и инвестиционных фондов) станет обязательным, появится и стимул к тому, чтобы директора голосовали так, как от них вправе ожидать их доверители. По мере возвращения к традиционной сосредоточенности на долгосрочном инвестировании эти институциональные собственники должны будут бороться за доступ к тем уровням управления принадлежащими им корпорациями, которые соответствуют их долям собственности и отражают готовность институциональных собственников брать на себя права и обязанности корпоративных граждан.

Вполне понятно, что решение задачи возвращения капитализма собственникам займет время. Но новая реальность, с каждым днем становящаяся все более зримой, такова: надлежащее корпоративное управление — не просто идеал, который следует обсудить. Это жизненно

¹³⁶ Getting Rid of the Boss // The Economist. 1993. February 6. P. 13.

важная практическая необходимость. Подчеркну: роль собственников заключается уже не в том, чтобы обеспечивать сущностную гармонию интересов директоров и управляющих и интересов акционеров. Если возникает конфликт интересов, решения должны принимать акционеры. Осознание собственниками (представленными главным образом инвестирующей Америкой) того, что просвещенное корпоративное правление — не только право собственников компании, но и их ответственность перед нацией, соответствует интересам американского общества и интересам инвесторов-собственников.

Часть III. Америка как паевой инвестиционный фонд

Инвестиционная отрасль сыграла важную роль в неспособности инвестирующей Америки исполнять ее обязанности собственника. Но если принять во внимание огромные активы этой отрасли, то, что ею на правах собственности владеют почти 100 миллионов частных инвесторов, и уникальную структуру управления этой отраслью, делающую демократию акционеров практически невозможной, отрасль заслуживает отдельного и подробного рассмотрения в этой книге. Собственно говоря, отрасль инвестиционных фондов — законченный пример капитализма собственников, пошедшего неправильным путем.

В первой главе части III «Что пошло не так в Америке, организованной как инвестиционный фонд?» описаны экстраординарные события недавнего прошлого. Операторы фондов, пренебрегая принципами и формулировками закона 1940 г. об инвестиционных компаниях и ставя свои интересы выше интересов собственников фондов, допустили создание рынка, работающего по выгодному привилегированным инвесторам графику, и спровоцировали огромный рост расходов фондов и дорогостоящий оборот портфельных инвестиций, сосредоточившись на размножении фондов и маркетинге их услуг. Взятые в совокупности, эти действия привели к ошеломляющему отставанию доходов от долгосрочных инвестиций, получаемых средним фондом вложений в акционерный капитал, и к еще более значительному отставанию доходов среднего акционера таких фондов.

В следующей главе я рассмотрю причины, по которым инвестиционная отрасль сбилась с пути. В инвестиционных фондах господствуют интересы управляющих, а попечение об интересах рядовых акционеров оттеснено на второй план,

традиционные комитеты по инвестициям уступили место ярким портфельным управляющим.

Эти фонды проводят все более рискованную инвестиционную политику и допускают увлечение новомодными причудами дня, которые быстро отбрасывают, как только они перестают быть полезными.

Как я признаю в заключительной главе, исправление этих дефектов – непростое и нелегкое дело. Америке необходима новая структура фондов, которая даст наконец собственникам фондов сильное представительство в советах директоров. Америке также необходим федеральный стандарт фидуциарной ответственности директоров фондов. Наконец, я призываю регуляторов предпринять давно уже остро необходимое исследование экономики инвестиционных фондов как отрасли. Но самые лучшие надежды на крупную реформу связаны с предоставлением инвесторам фондов информации, знаний и здравого смысла, которые позволят им заботиться о своих экономических интересах.

Глава 7. Что пошло не так в Америке, организованной как инвестиционный фонд?

Триумф торгашей над разумными управляющими

Как часть широкого сообщества крупных финансовых институтов американские инвестиционные фонды сыграли важную роль в провале инвестирующей Америки, оказавшейся неспособной выполнить обязанности корпоративных граждан. В результате этого капитализм управляющих восторжествовал над капитализмом собственников в корпоративной Америке.

Используя организационную модель, которая восхитила бы (и вызвала бы зависть!) олигархов корпоративной Америки, управляющие инвестиционных фондов получили практически полную свободу действий и могут ставить свои интересы выше интересов собственников фондов. Хотя политика, провозглашенная в преамбуле закона 1940 г. об инвестиционных компаниях, определенно предписывает, чтобы фонды обязательно были «организованы и действовали в интересах акционеров и чтобы ими управляли в интересах акционеров», «а не в интересах управляющих и дистрибьюторов фондов», эту разумную политику скорее нарушают, нежели соблюдают¹³⁷.

Учитывая власть, которую имеют управляющие фондами над собственниками управляемых ими

¹³⁷ Первую цитату см.: Investment Company Act of 1940. <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.PDF>. Вторая цитата взята из единогласного решения Комиссии по ценным бумагам и биржам по делу Vanguard (см.: The Vanguard Group, Inc., 47 S.E.C.450. 1981).

фондов, было бы подлинным чудом, если бы отрасль инвестиционных фондов оказалась незапятнанной скандалами, с которыми сталкиваются корпоративная Америка и Уолл-стрит. Ни в одной другой сфере предпринимательства конфликт между капитализмом собственников и капитализмом управляющих не освящен традицией настолько прочно, и потому существование этого конфликта в инвестиционной отрасли признано более широко, чем в других отраслях экономики. Этот конфликт обусловлен структурой, при которой сам фонд, обычно организованный как корпорация, имеющая директоров, но не имеющая сотрудников, начинает свое существование как порождение своей управляющей компании, как обособленная корпорация, у которой есть особые финансовые цели. Именно такая структура дает управляющим почти полное господство над акционерами фондов. В итоге положение, при котором управляющие фондами, при всех их декларациях преданности интересам рядовых инвесторов, злоупотребляют своей властью (что приводит к глубочайшим конфликтам, в конце концов становящимся известными общественности), в сущности, предопределено.

Потрясенные скандалом

Лидеры отрасли, разумеется, отрицают наличие существенных конфликтов. Действительно, отвечая на вопросы участников Общего собрания Института инвестиционных компаний в мае 2003 г., Мэттью Финк, президент профессиональной ассоциации отрасли, с гордостью указывал на исключительно прочную репутацию отрасли и процитировал яркую похвалу, которую всего несколькими месяцами ранее высказал член Комиссии по ценным бумагам и биржам Харви

Гольдшмидт: «Отрасли инвестиционных фондов повезло (и это единственно подходящее слово) — она сравнительно свободна от скандалов»¹³⁸.

Пока Финк зачитывал эти слова, на дисплеях, установленных по обе стороны от подиума, появлялись гигантские изображения котировок. Финк добавил: «Хроника отрасли неслучайна.... Мы преуспели потому, что интересы людей, управляющих фондами, хорошо согласованы с интересами тех, кто вкладывает деньги в их фонды».

Замечаниям Финка вторил председатель Института инвестиционных компаний Пол Дж. Хаага-младший, который был главным докладчиком: «Наша мощная традиция порядочности продолжает спланировать нас... Слово „порядочность“ задало тему всех недавно прошедших общих собраний членов нашей организации по одной простой причине: порядочность и доверие, которое она вызывает у акционеров, — основа нашего бизнеса. Наши акционеры верят в то, что их инвестиционными фондами управляют с учетом их интересов». Затем Финк занялся людьми, клеветавшими на отрасль: «Бывшие председатели Комиссии по ценным бумагам и биржам, конгрессмены и сотрудники их аппаратов, ученые, журналисты, телевизионные „говорящие головы“, конкуренты, даже святые, имеющие собственную статуя»¹³⁹, — все те, кто критикует имеющиеся якобы у нас недостатки... Не могу себе представить, на что была бы похожа жизнь, если

¹³⁸ Fink M.P. ICI President's Report. Speech before the Investment Company Institute's General Membership Meeting. Washington, D.C. 2003. May 22.

¹³⁹ Слегка завуалированный намек на автора этой книги, Дж. К. Богла.

бы мы действительно что-то сделали неправильно»¹⁴⁰.

Этому господину не надо ломать голову. Не прошло и четырех месяцев, и 3 сентября 2003 г. разразились скандалы вокруг инвестиционных фондов. Эти скандалы стали обобщенным кошмарным ответом на корпоративные скандалы, сначала вспыхнувшие в Enron в 2001 г. и обнаружившиеся на Уолл-стрит в 2002 г. Распространенные правонарушения обнаружили тогда, когда исполненный рвения генеральный прокурор Нью-Йорка Элиот Л. Спитцер возбудил гражданские иски против четырех крупных управляющих фондами компаний. Спитцер обвинил их в сговоре с привилегированными инвесторами (в числе которых были хедж-фонды, обозначившие свои стратегии как работу на фондовом рынке в удобное для бизнеса время). Спитцер утверждал, что участники сговора помогали привилегированным инвесторам совершать незаконные действия и даже побуждали их к совершению таких действий. Эти инвесторы покупали и продавали акции фондов по ценам закрытия биржи на основании последних новостей, которые происходили гораздо позже закрытия биржи, и торговали в США бумагами международных фондов по ценам, установившимся на зарубежных рынках за несколько часов до заключения сделок. Спитцер весьма точно сравнил эту практику с предоставлением привилегированным инвесторам разрешения делать ставки на лошадей после того, как лошади пересекают финишную черту.

Инициированный генеральным прокурором, по-видимому, безупречный иск был основан не только

¹⁴⁰ Haaga jr P. G. ICI Chairman's Remardks. Speech before the Investment Company Institute's General Membership Meeting. Washington, D.C. 2003. May 22.

на скрытых методах, но и на бросающихся в глаза мотивах — получении компенсации за необъективность (назову это так за отсутствием более подходящего слова). Управляющие получали такие вознаграждения в форме побочных банковских сделок, приносивших высокие проценты по кредитам, которые управляющие предоставляли трейдерам, требуя в качестве взаимности крупных инвестиций в другие фонды. Такие инвестиции, которые на жаргоне отрасли называют «липкие активы», приносили управляющим высокие гонорары и так далее.

Письмо, отправленное по электронной почте одним из управляющих, делает мотивы участников стовора совершенно ясными. Этот управляющий писал: «Я нисколько не заинтересован в построении бизнеса на торговле в то время, когда биржи не работают, но в то же время я не хочу отказываться от 10–20 миллионов долларов!»¹⁴¹ (Да-да, в оригинале был восклицательный знак.) Автор письма подчеркивал, что разрешение на манипулирование со временем заключения сделок соответствует лучшим интересам управляющих. Чтобы коллеги не были полнейшими простофилями, не понимающими сути дела, автор письма, между прочим, объяснил, что он имеет в виду увеличение прибыльности фирмы. В ходе расследования, проведенного генеральным прокурором Спитцером, обнаружилось еще одно послание, отправленное по электронной почте (благослови ее, Боже). В этом послании, обнародованном Спитцером в иске к Canary Capital Partners от 3 сентября 2003 г.

¹⁴¹ Цит. по иску генерального прокурора штата Нью-Йорк Элиота Спитцера к компании Canary Capital Partners, LLC (см.: http://www.oag.state.ny.us/press/2003/sep/cabary_complaint.pdf).

откровенно сказано: «Трейдеры, манипулирующие временем заключения сделок, представляют серьезную проблему... Их деятельность наносит большой ущерб работе фондов. [Но] очевидно, что вы работаете на стороне продающих».

Реакцию отрасли на скандалы, связанные с совершением сделок во внеурочное время, можно лучше всего описать, перефразировав классическую фразу, сказанную капитаном полиции Луи Рено (в фильме «Касабланка» эту роль сыграл Клод Рейне). Столкнувшись с нацистами в баре, где, как всем хорошо было известно, играли в азартные игры, Рено говорит: «Я шокирован, страшно шокирован тем, что здесь происходит во внеурочное время» [в кинофильме в баре играют в азартные игры]. Общественности сказали, что такие правонарушения сродни «отказу платить за платную парковку. От уплаты столь незначительных сумм еще никто не обанкротился»¹⁴². А еще общественности сказали, что подобные нарушения фидуциарных обязанностей допускают лишь «некоторые гнилые яблоки», хотя по мере того, как такие скандалы продолжали обнаруживаться, понятие «некоторые» пришлось расширить¹⁴³ (см. пример 7.1).

Скандалы, связанные с трейдингом, разрастались, а помимо них на поверхность всплыли и другие скандалы. Оказалось, что брокерские фирмы часто торговали имевшими более высокую цену «акциями категории Б» (с рассрочкой уплаты комиссионных брокеру на срок до пяти-шести лет), а не более дешевыми (но все равно дорогими) акциями категории А, при операциях с которыми комиссионные брокеру выплачивают при

¹⁴² Reuters News Service. Fidelity Receives Subpoena // Houston Chronicle. 2003. October 7.

¹⁴³ Burns J. Skepticism Rings Industry Cleanup // Wall Street Journal. 2004. December 28.

совершении сделки, а то и авансом. Кроме того, выяснилось, что брокеры продают бумаги собственных частных фондов, не раскрывая при этом конфликт интересов. Наконец, обнаружилось, что управляющие некоторых фондов направляли брокерские комиссионные и другие платежи фирмам, которые продавали ценные бумаги своих фондов без раскрытия данных об особых отношениях между фондами и брокерами и часто с нарушениями правил, установленными Комиссией по ценным бумагам и биржам. Вместе взятые, эти широкомасштабные скандалы стали самым убедительным примером торжества капитализма управляющих над капитализмом собственников в Америке инвестиционных фондов, что стало обескураживающим отзвуком ранее процитированного язвительного предупреждения: «Если у нас есть сильные управляющие, слабые директора и пассивные собственники, грабеж становится вопросом времени».

Новое платье короля

Как могло случиться, что у отрасли инвестиционных фондов так естественно сложилась именно такая причудливая структура управления? Как лидеры отрасли не смогли понять, что эта структура — мина замедленного действия? Все это напоминает мне написанную в 1837 г. классическую сказку Ганса Христиана Андерсена «Новое платье короля»:

— Да ведь он голый! — сказал вдруг какой-то ребенок.

— Господи боже, послушайте-ка, что говорит невинный младенец! — сказал его отец.

И все стали шепотом передавать друг другу слова ребенка:

— Он голый! Вот ребенок говорит, что он голый!

— Он голый! — закричал наконец весь народ.

И королю стало не по себе: ему казалось, что люди правы, но он думал про себя: «Надо же выдержать процессию до конца». И он выступал еще величавее, а камергеры шли за ним, неся шлейф, которого не было.

Способность пренебрегать, казалось бы, очевидными конфликтами уходит в еще более глубокое прошлое. В 1650 г. Декарт сказал: «Человек не способен понять ни один довод, противоречащий его доводам». А еще в 350 г. до н.э. Демосфен сказал: «Нет ничего проще самообмана. Каждый человек выдает свои желания за истину». Или, как ту же мысль современным языком выразил Эптон Синклер, «трудно заставить человека понять нечто, если его заработок зависит от непонимания». Говоря на современном арго, фонды как отрасль «просто не врубаются в истину».

По мере того как яркий свет, пролившийся на конкретные деяния, делал знаменитыми «гнилые яблоки» корпоративной Америки — всех этих Кенов, Лейсов, Деннисов, Козловски, Сэмов, Уоксалсов и даже Джеков, Уэлчей, а также других людей, о которых было сказано ранее, — выяснялось, что возможность прославиться этим «гнилым яблоком» дали инвестиционные фонды как отрасль. И того важнее, что эти скандалы высветили все посягательства на границы надлежащего и этичного поведения, которые, не будь этого света, могли бы продолжаться еще десятилетие или дольше. Скандалы продемонстрировали, что управляющие фондами часто проявляют готовность — нет, даже пылкое стремление — наращивать собственные

прибыли за счет собственников фондов, служить которым их обязывает честь.

Некоторые примечательные примеры

И в корпоративной, и в инвестирующей Америке в той гигантской бочке, которая представляет фонды как отрасль, есть особенно «гнилые яблоки». Назову некоторые имена.

- Гэри Пилгрим и Гарольд Бакстер. Эти два управляющих фондами не только допустили использование рядом привилегированных хедж-фондов схем заключения сделок в неразрешенное время, но и через хедж-фонд, в котором у них были личные инвестиции, сами проводили такие сделки. С момента своего возникновения в 1985 г. фонды из PBHG (Pilgrim Baxter Holding Group) проводили откровенно спекулятивную политику. Они использовали агрессивную тактику краткосрочных продаж с волатильной доходностью, которая то повышалась, то понижалась. Но как бы нерегулярны ни были привлекающие внимание доходы, время от времени получаемые этими фондами, фирма с помощью разнузданной рекламы преувеличивала свои успехи и привлекала в свои фонды огромные капиталы инвесторов после получения хороших результатов деятельности. Этот приток капиталов почти неизбежно происходил непосредственно перед тем, как результаты деятельности фондов группы портились. Итог: инвесторы фондов PBHG потеряли буквально миллиарды долларов, тогда как Пилгрим и Бакстер заработали за счет инвесторов по меньшей мере миллиард долларов. Помимо примерно 457 млн долл., выплаченных только в 90-х годах фондами в виде вознаграждений за управленческие услуги, Пилгрим и Бакстер нажились на прибылях, продав свою управленческую компанию публичной компании, которая была создана с единственной

целью — получить часть огромной прибыли, заработанной управляющими фондов. Дополнительные прибыли, полученные двумя дельцами с помощью торговых схем, составили лишь небольшой довесок к ошеломляющему финансовому богатству, которое они накопили. По условиям урегулирования претензий, предъявленных Пилгриму и Бакстеру Комиссией по ценным бумагам и биржам и генеральным прокурором Спитцером, Пилгрим и Бакстер выплатили штрафы и возмещения убытков фондам на сумму 160 млн долл., что было буквально каплей в бадье, до краев наполненной несправедливо полученными деньгами. (Урегулировав гражданские иски, Пилгрим и Бакстер избежали признания или отрицания своей вины.)

- Ричард Стронг. Стронг, главный владелец управляющей компании, которая одобряла и поощряла заключение Strong Funds сделок в неразрешенное время, и сам занимался такими сделками, совершая их от собственного имени и имени своих друзей и членов своей семьи. Хотя Стронгу никогда не предъявляли уголовных обвинений (возможность предъявления таких обвинений лишь рассматривали), ему пожизненно запретили заниматься инвестиционной деятельностью (по гражданским искам он не признал себя виновным, хотя и не опроверг обвинения). Компания Стронга выплатила единовременный штраф в размере 175 млн долл. Этот штраф стал одним из крупнейших штрафов, наложенных на управляющих фондами. Впрочем, труды Стронга были хорошо вознаграждены — за 1992–2002 гг. он как управляющий фондами получил вознаграждение в сумме 217 млн долл. Дополнительное вознаграждение в сумме 400 млн долл. он получил через год после скандала,

продал свою управляющую компанию Wells Fargo Bank¹⁴⁴.

- Джеймс Коннелли. Этот бывший вице-президент брокерской фирмы и глава отдела продаж и маркетинга инвестиционных фондов группы Alger Funds определенно был одним из первых дельцов, воспринявших стратегию увеличения доходов управляющей компании путем разрешения инвестиционным фондам проводить незаконные сделки. Начав деятельность в середине 90-х годов, Коннелли изобрел систему, позволявшую заключать сделки в неразрешенное время. Благодаря этой системе к 2003 г. фирма получила от дюжины инвесторов активы стоимостью свыше 200 млн долл. Узнав о начатом Спитцером расследовании, Коннелли усугубил свое положение подделкой доказательств. Его оштрафовали на 400 тыс. долл. Стронгу пожизненно запретили заниматься инвестиционной деятельностью и приговорили его к тюремному заключению сроком от года до трех лет. По иронии судьбы, в 2002 г. отраслевой журнал провозгласил Коннелли «Лидером фондов года»¹⁴⁵.

- Доуренс Лассер. Лассер долгое время был старшим управляющим Putnam Management Company, постоянно числившимся среди самых высокооплачиваемых управляющих отрасли. Только в 1998–2002 гг. он получил вознаграждения, общая сумма которых составила 163 млн долл. (Putnam-дочерняя компания гигантского финансового конгломерата Marsh and McLennan). Брокерская и

144 Berman D. K., Oster C. Well Fargo Hears Deal to Acquire Strong Financial // Wall Street Journal. 2004. May 26. P. C4.

¹⁴⁵ Connelly Named Fund Leader Of The Year // Fund Action. 2003. March 10

страховая дочерняя компания этого конгломерата будет запятнана скандалами, связанными с регулированием заявок на покупку и с особыми соглашениями о привилегированном обслуживании (и то и другое в 2004 г. обнаружил Спитцер). В 2004 г. Putnam сообщила о том, что Лассер знал о незаконных сделках, совершенных портфельными управляющими еще в 2000 г. (в конце концов в это дело было вовлечено 40 сотрудников Putnam, в том числе 6 портфельных управляющих)¹⁴⁶. Узнав об этих нарушениях фидуциарных обязанностей, Лассер не принял дисциплинарных мер и не пресек эти нарушения. Кроме того, Лассер не уведомил о нарушениях управляющую компанию, директоров фондов, акционеров фондов, федеральные органы регулирования или органы регулирования на уровне штата. (Впоследствии Putnam согласилась выплатить штрафы в размере 193 млн долл. и возмещения своим акционерам.) Хотя Лассеру не были предъявлены обвинения в гражданских или уголовных правонарушениях, его в конце концов изгнали из Marsh and McLennan, выплатив ему, однако, пособие по увольнению размером 78 млн долл. К Лассеру вполне применима пословица «Не было бы счастья, да несчастье помогло».

Как и в список «гнилых фруктов» корпоративной Америки, в этот список можно легко добавить имена многих других «гнилых яблок». Управляющие очень многих крупных фирм, управляющих инвестиционными фондами, в том числе некоторых старейших, крупнейших и некогда уважаемых фирм, работающих в этой сфере, были

¹⁴⁶ HechingerJ. Putnam Board Says 3 Officials Knew of Trades // Wall Street Journal. 2004. March 21. P. C1; HechingerJ. Putnam to Pay \$110 Million, Try to Rebound // Wall Street Journal. 2004. April 9. P. C1.

вовлечены в эти скандалы. Регулирующие органы подвергли правонарушителей дисциплинарным взысканиям, нередко строгим. Сходным образом плохое исполнение обязанностей фондов вышло за рамки немногочисленных изолированных случаев, в которых замаралось всего несколько правонарушителей. Проблемы носят намного более системный характер. Бочка капитализма инвестиционных фондов сама поражена конфликтами. Эти конфликты выливаются не только в скандалы, связанные с проведением сделок в неразрешенное время, платежами за брокерские услуги и с взиманием завышенных комиссионных за сделки продажи или покупки участия в инвестиционном фонде (см. пример 7.1). Эти конфликты проявляются и в чрезмерных гонорах за управление, и в расходах фондов, и в агрессивном маркетинге спекулятивных фондов, где финансовые убытки, нанесенные управляющими фондов собственникам фондов, намного тяжелее.

От исполнения обязанностей управляющих-стражников к исполнению обязанностей продавцов

Америка инвестиционных фондов претерпела патологическую мутацию, подобную той, которую претерпела корпоративная Америка, – мутацию, которая привела к переключению внимания отрасли с традиционной охраны инвестиций собственников на торговлю и собирание активов. Построение огромной базы активов – простой и легкий способ приносить управляющей компании более высокие гонорары и более высокие прибыли. Управляющие компании регулярно собирают эти деньги как проценты с пула привлеченных ими активов. Но высокие гонорары выплачивают непосредственно за счет владеющих фондами инвесторов. Точно так же, как для иллюстрации коренных проблем

корпоративной Америки потребовались скандалы с Enron и другими компаниями, для того, чтобы привлечь внимание к фундаментальным проблемам, от которых страдает Америка инвестиционных фондов, потребовалась вереница вызванных различными правонарушениями скандалов.

ПРИМЕР 7.1

Гнилые яблоки или плохая бочка?

Фаза III

*Инвестиционные фонды, замешанные в скандалах с
манипулированием временем заключения сделок*

Говорят, что скандалы, вызванные в Америке инвестиционных фондов манипуляциями со временем заключения сделок, как и скандалы в корпоративной Америке, — дело немногочисленных «мерзавцев». Но факты опровергают все попытки преуменьшить масштабы проблемы. К настоящему времени регуляторы, работающие на федеральном уровне и уровне штатов, обвинили в проведении таких незаконных операций 23 управляющих фондами компании.

Эти фирмы вряд ли можно назвать компаниями, поздно пришедшими в инвестиционный бизнес. Собственно говоря, в числе злоумышленников — некоторые самые старые и крупнейшие фирмы отрасли. Совокупная стоимость контролируемых ими активов превышает 1,2 трлн долларов, что составляет четверть долгосрочных активов, управляемых инвестиционной отраслью. Хуже того, данные позволяют предположить, что лишь драгоценные немногие управляющие, которым хедж-фонды и другие крупные инвесторы предлагали нажиться на спекуляциях, отказались от возможности обогатиться.

Со временем пика «бычьего рынка» в 2000 г. управляемые этими фирмами долгосрочные активы сократились почти на 300 млрд долл. 100 из этих 300 ушли в результате оттока капитала, произошедшего после разоблачения случаев скандального поведения.

Управляющая компания	Совокупные активы по состоянию на март 2000 г. (млн долл.) (*)	Совокупные активы по состоянию на март 2000 г. (млн долл.) (*)	Чистый отток за период с сентября 2003 по октябрь 2004 г. (млн долл.) (**)
AIM Investments	164 500	69 000	(19 400)
Alger	5 900	3 400	-200
Alliance Bernstein	78 700	61 300	(3 700)
Banc One	31 900	37 500	(4 800)
Columbia Mgmt Adv	50 800	55 400	(2 500)
Federated	40 700	42 900	(3 900)
Franklin Templeton	168 500	226 600	(15 000)
Fremont	2 200	2 000	-900
Heartland	1 500	2 300	20
ING Investments	16 800	19 900	500
J. P. Morgan Funds	24 300	61 100	(5 000)
Janus	220 200	68 200	(29 300)
Liberty Ridge Cap (PBHG)	15 800	4 700	(2 300)
MUFS	101 100	76 600	(9 900)
Merrill Lynch	94 100	79 200	(1 800)
Nations Funds	22 100	33 700	(1 400)
PIMCO Funds	65 100	181 100	20 200
Putnam	269 100	114 600	(50 900)
RS Investment Mgmt	8 700	6 300	1 000
Scudder	102 700	66 400	(8 200)
Seligman	29 300	11 400	(1 900)
Strong	27 300	18 500	(9 200)
U. S. Trust Company	6 000	9 900	1 600
Итого:	1 547 400	1 252 000	(16 800)

(*) Только фонды долгосрочных инвестиций.

(**) С момента объявления о скандалах, связанных с манипулированием временем заключения сделок, с сентября 2003 г. до конца января 2005 г.

Утверждают, что отток капитала для большинства перечисленных компаний стал рыночной дисциплинарной мерой, предотвращающей нарушение общественного доверия. Остается, однако, фактом, что некоторые из этих фирм вообще вряд ли были наказаны. Это заставляет предполагать, что именно наказания, к которым прибегли

регулирующие органы, стали необходимой мерой утешения.

Другие скандалы

Вскоре после того, как разразился скандал с манипулированием временем заключения сделок, обнаружили и другие скандалы. Комиссия по ценным бумагам и биржам и Национальная ассоциация биржевых дилеров обвинили 11 фирм (многие из которых были запятнаны скандалами с манипулированием временем заключения сделок) в неправомерных действиях. Эти действия связаны, главным образом, со злоупотреблениями, при расследовании которых вскрылись тайные соглашения управляющих о выплате вознаграждений брокерам за продажи акций путем прямых доплат или путем переадресовки брокерам сделок, и с незаконными приемами торговли, в том числе с продажами тех классов акций фондов, которые предполагали скрытые более высокие комиссионные. Поскольку скандалы следовали один за другим, утверждения о том, что злоупотребления в отрасли инвестиционных фондов совершены немногочисленными негодяями, утратили всякое правдоподобие.

Эти скандалы с фондами критически изучены легендой инвестиционного бизнеса Дэвидом Ф.Свенсеном, который в течение двух десятилетий весьма успешно управлял Йельским дарственным фондом. В своей новой книге «Нестандартный успех» Свенсен прямо говорит о том, что все эти скандальные злоупотребления доверием «недвусмысленно показывают: маска дружелюбия к инвесторам скрывает подлинный, продажный лик отрасли...»

Когда инвесторы инвестиционных фондов покупают акции этих фондов у брокерских фирм,

скрытые материальные стимулы побуждают брокеров навязывать инвесторам акции определенных групп фондов. Прибегая к явно недружественным по отношению к инвесторам методам, брокерское сообщество взыскивает с инвестиционных фондов-аутсайдеров (с Capital Group, Fidelity, Federated, Dreyfus и т.д.) более высокие платежи за право стать привилегированными поставщиками акций... Такие привилегированные фонды используют средства своих акционеров для «подмазки» грязных лап брокеров. Такая «плата за право участвовать в игре» приносит огромные убытки инвесторам¹⁴⁷.

Например, даже пользующиеся уважением American Funds, входящие в Capital Group, скрытно доплачивают 51 партнеру «за право участвовать в игре», и среди этих партнеров – большая часть элиты финансовых услуг. Национальная ассоциация биржевых дилеров обвиняет эту группу в том, что она совершила «целевые платежи» на сумму 100 млн долл. в виде комиссионных брокерским фирмам. Эти комиссионные были рассчитаны на основе прошлых продаж брокерами акций фондов группы, что предположительно является нарушением правил Ассоциации¹⁴⁸. Комиссия по ценным бумагам штата Калифорния обвиняет группу в мошенничестве, а федеральная Комиссия по ценным бумагам и биржам начала расследование. Хотя Capital Group признала, что прибегает к этим методам, она отрицает нарушение существующих правил.

Когда говорит ветеран инвестиционного бизнеса, имеющий авторитет м-ра Свенсена и его

¹⁴⁷ Swensen D. Unconventional Success. New York: Free Press, 2005. P. 278 – 280.

¹⁴⁸ Riva D. Atlas. NASD Says Fund Family Paid Improper Fees // New York Times. 2005. February 17.

честность, регуляторам следует прислушаться к его словам. К ним следует прислушаться и инвесторам. Ведь именно инвесторы несут убытки в результате масштабных скандалов, потрясших инвестиционные фонды, которые, как упрямо и резко утверждает м-р Свенсен, «находятся в центре крупного провала рынка»¹⁴⁹.

Скандалы, связанные с манипулированием временем заключения сделок, принесли долгосрочным инвесторам фондов убытки, сумма которых оценивается в 3 млрд долл. Доходы инвесторов подверглись разводнению. Убытки от разводнения акций в расчете на доллар инвестиций и доллар доходов, конечно же, точно соответствовали прибылям, которые получили дельцы, занимавшиеся краткосрочными спекуляциями акциями фондов¹⁵⁰.

Но штрафы, уплаченные акционерами фондов в виде чрезмерных расходов и в результате нежелания управляющих фондами делиться с ними ошеломительными эффектами масштаба деятельности фондов по мере роста их активов, могут исчисляться десятками миллиардов долларов. И так год за годом.

Еще более весомыми были убытки, понесенные инвесторами фондов в результате маниакальной

¹⁴⁹ Swensen D. Unconventional Success. P. 6.

¹⁵⁰ Для понимания арифметического смысла таких операций может оказаться полезным следующий крайний пример. Предположим, у долгосрочных собственников фонда есть 1 млн акций фонда, капитал которого равен 10 млн долл. Стоимость каждой акции – 10 долл. Если привилегированный инвестор купил бы 100 тыс. новых акций по договорной цене, скажем, 9 долл., стоимость активов, воплощенная в каждой акции, которой владеют собственники, моментально будет разводнена до 9,9 долл. или потеряет 1% своей прежней стоимости.

заинтересованности управляющих фондами в маркетинге и продвижении. Только за время последнего бума и обвала рынка убытки инвесторов в общей сложности составили сотни миллиардов долларов. Извлекая выгоду из преходящих увлечений и поветрий, господствовавших во время недавней лихорадки на фондовом рынке, управляющие фондами продали своим инвесторам ценные бумаги фондов «новой экономики» на добрые полтриллиона долларов. Короче, оказалось, что скандалы, которым СМИ придали такую огласку, – всего лишь верхушка гигантского айсберга, представляющего огромную цену, которую заплатили инвесторы за то, что отрасль перешла от исполнения обязанностей стража и от выдвижения интересов акционеров на первое и центральное место к торгашеству и утверждению приоритета интересов управляющих.

Истина такова: большинство управляющих фондов намного более чутко реагировали на возможности повышения собственного финансового благополучия, чем на возможности повышения финансового благополучия людей, которые вверили им свои заработанные тяжелым трудом активы. Управляющие используют намного больше энергии, изобретательности и сообразительности (и неизмеримо больше ресурсов) для разработки хитроумных и злокачественных схем маркетинга, чем для исполнения обязанностей, лежащих на всех ответственных корпоративных гражданах. Собираание активов и повышение гонораров за консалтинг для большинства управляющих компаний – непереносимое и обязательное условие деятельности. На стремлении управляющих компаний к высоким прибылям должна лежать огромная ответственность за недавние скандалы, вызванные нарушениями законов и неэтичными сделками на основании инсайдерской

информации, и за огромные растраты принадлежащих инвесторам ресурсов (хотя этому аспекту почти не уделяют внимания). Все эти убытки понесены в результате создания оранжерейной разновидности краткосрочных сделок на основе недоступной большинству участников рынка информации и слишком быстрого перемещения слишком многими инвесторами слишком больших сумм из одних фондов в другие.

Выдвижение на первый план краткосрочных сделок, основанных на неизвестной другим информации

Проблема таких сделок — всего лишь один очевидный пример конфликта интересов, о котором уже говорилось в этой книге. С финансовой точки зрения это, вероятно, наименее важный пример. Наиболее ярко эта проблема проявляется в скандале с «поздним трейдингом», который настолько бесстыден, что заслуживает почетного места в зале славы финансового кумовства. Трюк незатейлив и прост. Хотя ежедневно при закрытии фондового рынка устанавливаются цены на акции фондов, время от времени (и часто) после закрытия рынка происходят события, вызывающие подвижки на рынке. Например, если приходят определенные добрые вести, которые, как ожидается, должны завтра вызвать повышение цен на акции, привилегированным инвесторам разрешают покупать акции по более низкой цене, чем была установлена ранее. Такие инвесторы могут выкупить акции на следующий день, получив на этом прибыль, но только за счет акционеров фондов, прибыли которых подвергаются разводнению.

Но поздний трейдинг — лишь одна из форм злоупотребления временными рамками биржевой торговли. «Трейдинг в наиболее удобные для

совершения сделок периоды биржевых торгов», вероятно, оказывает еще более сильное негативное воздействие на акционеров фондов. Эта тактика тоже незамысловата. В данном случае привилегированному спекулянту разрешают воспользоваться преимуществом бесплатной (и существующей очень короткие периоды, продолжительность которых исчисляется секундами!) возможности совершать арбитражные сделки по международной сети фондов по цене активов, рассчитанной на 4 часа дня по Нью-Йоркскому времени, но основанной на ценах закрытия бирж 14 стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Шокирующая правда о торговле во внеурочное время состоит в том, что такая торговля продолжается до сих пор, и управляющие не создают ей серьезных препятствий. Такие сделки едва ли являются секретом. Ученые публикуют статьи о них по меньшей мере с конца 1990-х годов.

В 2002 г., задолго до того как разразился скандал, в Financial Analysts Journal появилась статья, в которой подробно была описана стратегия торговли в ограниченные периоды времени, рассчитана ее эффективность, приведены конкретные примеры того, как легко делать деньги, играя в систему. В статье также ругали отрасль за ее благодушное пренебрежение проблемой проведения сделок в короткие, выгодные отрезки времени: «Если выгоды этих стратегий уравниваются убытками, понесенными долгосрочными инвесторами тех же самых фондов, то почему бы большему числу фондов не предпринять более энергичные меры по ограничению

краткосрочной торговли?»¹⁵¹ Более того, авторы публикации привели ссылки на 14 научных статей, посвященных той же проблеме. В этой оказавшейся пророческой статье в свете последовавшего раскрытия Спитцером краткосрочных сделок, совершаемых хедж-фондом Canary на основе неизвестной другим информации и в удобные сроки, отмечалось, что 30 хедж-фондов открыто определяют свою инвестиционную стратегию как стратегию краткосрочных сделок, проводимых в удобное для этого время¹⁵². Но, сколь бы маловероятным это ни казалось, представители отрасли спали глубоким сном до того, как была опубликована эта статья, которая должна была заставить звонить все сигналы тревоги.

Однако сигналы тревоги не включились. Единственным опубликованным ответом на разоблачения статьи стало письмо, направленное редактору журнала неким управляющим, фонды которого были упомянуты в статье. Автор письма сетующим тоном утверждал, что изданию, рассчитанному исключительно на финансовых профессионалов, не следует публиковать такие статьи. Статью автор письма охарактеризовал как скверную затею. По его мнению, такую идею нельзя выдвигать даже в лучшие времена. Но во времена, когда доверие инвесторов уже потрясено корпоративной жадностью, эта идея и вовсе

¹⁵¹ Boudoukh J., Richardson M., Subrahmanyam M. Stale Prices and Strategies for Trading Mutual Funds // Financial Analysts Journal. 2002. July/August. Vol. 58. No. 4. P. 70.

¹⁵² Авторы недооценили масштабы этого явления. В более позднем докладе Комиссия по ценным бумагам и биржам определила число хедж – фондов, проводящих такую стратегию, цифрой, близкой к 400.

отвратительна¹⁵³. Тем не менее всего лишь девять месяцев спустя фирма, в которой работал автор отклика на статью, начала взимать с участников ее международных фондов взнос за выкуп акций в размере 2% их стоимости. По-видимому, это стало запоздалой реакцией на изложенную в статье рекомендацию энергичнее ограничивать краткосрочные сделки¹⁵⁴.

Практика манипулирования временем заключения сделок распространена повсеместно

Распространяющееся использование выбора времени проведения операций на рынке средним владельцем средств – не только трейдером, незаконно заключающим сделки во время, когда биржевые торги не проводятся, и не только нарушающим этические нормы биржевой торговли трейдером, работающим в определенные «удобные» периоды, – указывает на то, что в краткосрочные спекуляции втягиваются и обыкновенные инвесторы, использующие самый совершенный из когда-либо изобретенных инструментов долгосрочного инвестирования. В системе паевых фондов теряют огромные деньги. Каковы объемы сделок, заключаемых в периоды, когда биржевые торги не проводятся? Мы этого просто не знаем. Но мы многое знаем о том, что происходит.

Во-первых, объем сделок, проводимых во время, когда биржевые торги не проводят, намного превышает тот, который признает отрасль. Один из показателей срока, в течение которого собственник средств держит приобретенные акции, – норма погашения, т.е. выраженный в процентах

¹⁵³ Financial Analysts Journal. 2002. November/December. Vol.58. No. 6. P. 17.

¹⁵⁴ Ibid.

от средней стоимости активов фондов ежегодный объем сделанных акционерами погашений. Отказываясь признать, что средства, полученные при погашении, инвесторы вкладывают в другой фонд, который входит в ту же группу, и, таким образом, между фондами одной группы происходит «обмен» в форме погашений, Институт инвестиционных компаний в своих регулярных публикациях существенно занижает норму погашений. Такие погашения, происходящие в пределах определенной группы фондов, — наиболее очевидный, хотя едва ли единственный пример инвестиционной стратегии, основанной на заключении сделок в «удобное» инвесторам время. Стоит обратить внимание на частые сделки между входящими в одну группу фондами, одни из которых работают на фондовом, а другие — на кредитном рынке. Хотя в 2002 г. Институт инвестиционных компаний сообщил о том, что норма погашений для инвестиционных фондов составила 29% стоимости активов, реальная норма погашений с учетом обменов составляла 41%, т.е. почти в полтора раза превышала ту, которая была объявлена Институту. Средний инвестор, который в 1950–1975 гг. держал свои акции в среднем около 12 лет (что равносильно норме погашения в 8%), теперь держит свои акции всего-навсего два с половиной года (что равносильно норме погашения в 41%)¹⁵⁵.

¹⁵⁵ После скандалов, разразившихся в конце 2003 г. в связи с разоблачением сделок, которые проводили в удобное время, управляющие фондами ужесточили меры контроля, разработанные для предотвращения чрезмерной торговли акциями фондов. Норма погашения для акционеров обвалилась до 25%. Тем не менее в результате этих мер средний срок владения акциями равен всего лишь четырем годам, что ненамного

Более того, ежегодные отчеты любого инвестиционного фонда должны содержать информацию об общем объеме выплат по выкупам паев или акций, в том числе по таким переводам средств инвесторов из одного фонда в другие. У фондов, так или иначе замешанных в скандалах, связанных с манипулированием временем заключения сделок, эти показатели достигают немислимых масштабов. Фонд вложений в акционерный капитал Alger, совокупные активы которого в 2002 г. приближались к 2,3 млрд долл., в том году отчитался о погашениях в размере 9,3 млрд долл. Таким образом, норма погашений составила 400%, что означает, что в среднем инвесторы держали свои средства в фонде всего лишь три месяца. В Emerging Markets Fund, учрежденном при Bank of America, норма погашений составила 295% стоимости активов фонда, в Janus Adviser International Growth норма погашений равна 372% стоимости активов.

Поскольку долларовый эквивалент погашений четко указан в финансовом отчете любого фонда и сообщается акционерам фонда без комментариев, надо полагать, что с теми же цифрами знакомы и директора фондов. Таким образом, выбор времени для совершения операций на рынке явно происходит не только при молчаливом попустительстве управляющих, директоров и регуляторов, но и прямо под носом акционеров, прессы и общественности. Все данные полностью открыты всем, кого они интересуют. Но в истории почти не упомянуты вопросы о растущих масштабах выбора собственниками фондов времени для совершения операций (или возражения против таких действий).

превышает средний показатель за предшествующие два с половиной года.

Далее, долгосрочные инвесторы платят высокую цену за лихорадочные темпы деятельности, ориентированную на краткосрочные спекулятивные сделки владельцев фондов, даже если эти сделки не сопряжены с проведением сделок во внеурочное время и не выходят за рамки закона. Если акционерные фонды держат крупные денежные средства в виде резервов на погашения, происходит размывание долгосрочных доходов. А если таких резервов нет, инвесторы фондов несут расходы по портфельным приобретениям при притоке средств в фонд и по портфельным продажам при оттоке средств, а возможно, и при уплате налогов.

**В инвестиционных фондах получают то, что не
выплатили**

Нигде в Америке инвестиционных фондов конфликт между капитализмом собственников и капитализмом управляющих не проявляется острее, чем в расходах, которые ложатся на акционеров фондов. Суть конфликта четко сформулирована в общем правиле: чем больше забирает управляющий, тем меньше получает собственник. И все же, несмотря на явную и документально подтвержденную обратную зависимость, определенно существующую между расходами и доходами инвестиционных фондов, на протяжении всей недавней истории инвестиционной отрасли расходы возрастают. Так, за те 54 года, в течение которых я работал в этой отрасли, расходы, лежащие только на инвесторов акционерных фондов (а это в основном расходы на оплату вознаграждений управляющих и текущие расходы), увеличились с 15 млн долл. в

1950 г. до 37 млрд долл. в 2004-м¹⁵⁶. (Вместе с прямыми расходами фондов, работающих с облигациями и на финансовых рынках, общая сумма расходов в прошлом году составила 52 млрд долл.) Это увеличение в 2400 раз перекрыло увеличение активов акционерных фондов почти в 1600 раз, с 2,5 млрд до 4 трлн долл. (см. пример 7.2).

Таким образом, прямые расходы акционерных фондов росли в полтора раза быстрее, чем активы этих фондов. Это удивительный результат для отрасли, в которой экономия за счет роста масштабов управления инвестициями немного не дотягивает до ошеломляющей. (Например, у нас нет доказательств того, что для управления фондом, активы которого составляют, скажем, 5 млрд долл., требуется больше специалистов по анализу ценных бумаг и портфельных управляющих, чем для управления фондом с активами 1 млрд долл.). Отражением этого увеличения стало то, что за долгие полвека соотношение расходов среднего фонда инвестиций в акции и всех активов такого фонда (количественно не соотнесенных с величиной активов) фактически возросло с 0,77 до 1,56%, т.е. более чем на 100%¹⁵⁷.

В Институте инвестиционных компаний, разумеется, энергично возражают против измерения

¹⁵⁶ В опубликованном в апреле 2005 г. исследовании фирмы Morningstar приведена оценка: в 2004 г. прямые расходы акционерных фондов в совокупности составили около 40 млрд долл. Я использую менее высокую, более осторожную цифру, основанную на данных компании Lipper.

¹⁵⁷ И все же такое увеличение не было всеобщим. Со времени своего возникновения в 1974 г. соотношение расходов и активов в Vanguard Group, управляемых на основе фактической себестоимости, снизилось более чем на 60% — с 0,66 до 0,23%.

расходов фондов в долларах (в этом случае расходы оказываются колоссальными). Там предпочитают соотношения и коэффициенты (они кажутся ничтожными). Если сопоставлять какие-то величины с совокупными активами, являющимися максимальным возможным знаменателем, почти любой числитель выглядит маленьким. Используя данные, соотнесенные с активами, включая в эти данные комиссионные сборы, уплачиваемые инвесторами брокерам при продаже или покупке участия в инвестиционном фонде, и вычисляя коэффициенты по отношению к денежным потокам фондов, а не по отношению к активам фондов, специалисты Института инвестиционных компаний приходят к выводу: расходы собственников фондов, вкладывающих средства в акции, в 2003 г. составили 1,25%. Сравните этот показатель с приведенным выше показателем среднего фонда, равным 1,56%.

Трудно всерьез воспринимать голословные утверждения инвестиционных фондов, заявляющих о том, что их расходы постепенно сокращаются. Любое сокращение расходов (если оно вообще имеет место) возникает лишь в результате того, что инвесторы все чаще выбирают фонды с меньшими коэффициентами расходов, а не в результате существенного сокращения вознаграждений управляющих этими фондами. Когда в Институте инвестиционных компаний утверждают, что снижение расходов – результат отчаянной ценовой конкуренции среди инвестиционных фондов, специалисты Института отказываются признать то, что эту ценовую конкуренцию измеряют не теми решениями, которые принимают покупатели фондов, а ценовыми решениями, которые принимают продавцы. Но крупные сокращения вознаграждений, так сказать, блистают отсутствием.

ПРИМЕР 7.2

Куда делся былой эффект масштаба?

Расходы инвестиционных фондов, вкладывающих средства в акции, с 1950 г. возросли в 2400 раз

В дипломной работе, которую я написал в 1951 г. в Принстонском университете, я предрекал существенный рост паевых взаимных фондов в будущем, отмечая, что этому росту будет способствовать сокращение комиссионных и вознаграждений управленцев. Увы, этот оптимистичный сценарий не осуществился. Действительно, после должного снижения по мере развития отрасли на протяжении следующего десятилетия коэффициенты расходов фондов (измеряемые в процентах от активов фондов) начали свой неукротимый рост.

В приведенной ниже таблице А показано, что хотя активы фондов, инвестирующих в акции, с 1950 по 2004 г. выросли в 1600 раз, с 2,5 млрд до 4 трлн долл., расходы фондов росли еще более высокими темпами и выросли в 2400 раз, с 15 млн до 37,1 млрд долл. Управляющие инвестиционными фондами не только не смогли обеспечить своим инвесторам огромный (и доступный) эффект экономии в результате роста масштабов своей деятельности. В основном этот эффект присвоили именно управляющие.

Если говорить о среднем фонде, инвестирующем в акции, картина оказывается еще более унылой. Хотя средний коэффициент расходов, соотнесенных с активами, за период с 1959 по 2004 г. вырос более чем на 50%, тот же коэффициент у среднего фонда, инвестирующего в акции (причем не соотнесенный с активами), вырос более чем на 100% — с 0,77 до 1,56%. Люди, вложившие свои деньги в такие фонды, не только не получили своей справедливой доли поистине

ошеломляющего эффекта масштаба, которым воспользовались управляющие инвестиционных фондов; им пришлось нести намного возросшие расходы фондов.

ТАБЛИЦА А
Расходы фондов, инвестирующих
в акции 1950–2004 гг.

Год	Совокупные активы фондов, инвестирующих их в акции (млн долл.)	Расходы (млн долл.)	Кoeffициент расходов (%)		Совокупное увеличение с 1950 г.		
			не соотнос енных состои мостью активов	Соотнесен ных со стоимост ью активов	активы	расходы	коэффи циент
1950	2 530	15,2	0,77	0,6	–	–	–
1960	9 914	53,5	0,71	0,54	3,9?	3,5?	0,9
1970	35 897	208,2	1,23	0,58	14,2?	13,7?	0,97
1980	44 957	28 767	0,94	0,64	17,8	19,0?	1,07
1990	238 754	2 124,9	1,38	0,89	94,4?	140,0?	1,48
2004	4 034 500	37 117,4	1,56	0,92	1 594,7?	2 445,2?	1,53

источники: данные за 1950 и 1960 гг. взяты из Wiesenber Investment Companies Yearbook (за 1951 и 1961 гг.); данные за 1970 г. – из University of Chicago's CRSP database; данные за 1980, 1990 и 2004 гг. взяты у компании Lipper.

* Кумулятивный коэффициент роста расходов к росту активов.

Рассмотрение с увеличением

Рассмотрение под микроскопом нередко превосходит рассмотрение с уменьшением в плане прояснения того, что скрывают агрегированные данные по отрасли в целом. Рассмотрим коэффициенты расходов у семи крупнейших фондов той прошлой эпохи, когда участие инвесторов в распределении прибыли, обеспеченной эффектом масштаба деятельности, который возникал по мере роста активов фондов, было чуть ли не одним из догматов веры. Как показано в таблице Б, при росте совокупных активов этих фондов с 1,2 млрд долл. в 1950 г. до 6,2 млрд долл. в 1960 г. совокупные расходы, оплачиваемые акционерами фондов, возросли с 6,6 млн долл. до 27 млн долл.

Тем не менее средний коэффициент расходов сократился на 20% — с 0,6 до 0,48%.

Но хотя в 1950-х годах собственники фондов участвовали в получении прибыли, обеспечиваемой экономией масштаба, все же эта тенденция сменилась противоположной. С 1960-х годов под воздействием роста вознаграждений, сосредоточения отрасли на маркетинге и переноса некоторых комиссионных по более ранним сделкам в расходы фондов через основанные на активах дистрибуционные вознаграждения по форме 12b-1 средний годовой коэффициент расходов семи рассматриваемых здесь лидеров отрасли вырос на 144% и составил 1,02%.

Из этого тренда было одно исключение. В то время как другие инвестиционные фонды с 1960 г. увеличили коэффициенты своих расходов в среднем на поразительные 167%, Vanguard Wellington Fund пошел против общего тренда. Коэффициент расходов этого фонда снизился еще на 22% и в настоящее время он на 47% ниже, чем в 1950 г. (значительная часть этого сокращения обусловлена принятой Vanguard Wellington Fund в 1974 г. организационной структурой, основанной на себестоимости). Принятая в Vanguard Wellington Fund модель явным образом предполагает, что огромный эффект масштабов действительно существует, хотя большинство управляющих обратили львиную долю этого эффекта себе на пользу, а не поделились ею с акционерами управляемых ими фондов.

ТАБЛИЦА Б

Коэффициенты расходов крупнейших фондов, в 1950-х годах инвестировавших в акции, %

	Коэффициент расходов			Изменение	
	1950	1960	2003	1950-1960	1960-2003
MIT	0,33	0,19	1,22	-42	+540

Investors Mutual*	0,58	0,53	1,05	-9	+99
Wellington*	0,6	0,41	0,32	-32	-22
Affiliated Fund*	0,72	0,43	0,93	-40	+116
Incorporated Investors*	0,55	0,6	1,2	+9	+101
Dividend Shares*	0,74	0,53	1,53	-28	+189
State Street Investment	0,62	0,56	1,19	-10	+113
Fundamental Investors	0,69	0,62	0,71	-10	+15
СРЕДНИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ	0,60	0,48	1,02	-20	+144

источники: данные за 1950 и 1960 гг. взяты из Wiesenberg Investment Companies Yearbook (за 1951 и 1961 гг.); данные за 1980, 1990 и 2004 гг. взяты у компании Lipper.

* Ныне эти фонды носят названия, соответственно, American Express Mutual, Vanguard Wellington, Lord Abbett Affiliated, Putnam Investors и Alliance Growth and Income.

Ошеломляющий пример

То, насколько сильно выросли расходы инвестиционных фондов и насколько важен этот рост, иллюстрирует один впечатляющий пример. В декабре 1949 г., когда я впервые прочел в журнале Fortune статью «Большие деньги в Бостоне» (в то время я писал дипломную работу в Принстоне), Massachusetts Investors Trust был не только старейшим и крупнейшим паевым инвестиционным фондом, но и работал с минимальным коэффициентом расходов в отрасли. Fortune сообщал, что годовое вознаграждение, которое этот фонд выплачивал членам своего правления за управление и совершение операций, только что было сокращено с 5% до всего 3,2%. Поскольку активы этого фонда составляли 300 млн долл., новое вознаграждение равнялось 827 тыс. долл. в год.

В 1951 г. отношение расходов Massachusetts Investors Trust к сумме активов фонда составляло только 0,29% и к 1960 г. снизилось до 0,19%. Но к 2003 г., несмотря на увеличение активов фонда до 7 млрд долл., коэффициент расходов вырос в 6 раз, до 1,22%, а общие расходы фонда выросли в 100 раз и достигли 83 млн долл. Доля

дивидендного дохода акционеров, поглощаемая этими расходами, увеличилась шокирующе — в 25 раз, съев 87% общей дивидендной массы. Полвека назад расходы поглощали всего лишь 3,2%. Можно только удивляться, о чем думали благоразумные члены правления фонда в былые времена.

Измерение воздействия расходов

Инвесторы фондов и общественность приучены рассчитывать вознаграждения управляющих и текущие расходы в процентном отношении к среднегодовой стоимости активов фондов. Поэтому коэффициенты расходов, приведенные в таблицах А и Б, неизбежно являются минимальными. Незначительные цифры вроде 0,92% (или даже 1,56%) кажутся почти ерундой. И все же когда мы рассматриваем расходы в процентном отношении к дивидендному доходу фонда (как это показано выше в примере с MIT), цифры приобретают более зловещий смысл. Действительно, как отмечено в главе 6, при нынешней дивидендной доходности, равной примерно 1,8%, обычный для инвестирующих в акции фондов коэффициент расходов, равный 1,5%, полностью поглощает 80% доходов фондов.

Можно сказать, что данные о коэффициентах расходов скрывают больше, чем раскрывают. Во-первых, потому что коэффициенты расходов представляют всего лишь около половины реальных расходов инвестиционных фондов; расходы по скрытым портфельным сделкам и комиссионные, взимаемые брокерами, вероятно, удваивают расходы собственников фондов, инвестирующих в акции, увеличивая этот показатель с 1,5 до 3% стоимости контролируемых фондами активов. Во-вторых, коэффициент расходов превращают в числитель дроби, знаменателем которой является максимальная из возможных величина — совокупная

стоимость активов инвестиционного фонда. Но если расходы фондов сравнить с их доходами, расходы оказываются колоссальными. Даже при коэффициенте расходов равном 2,5% расходы поглощают около 20% годовых доходов, полученных на акции. На протяжении двух последних десятилетий такие доходы не превышали 13%. Если предположить, что в будущем доходность акций окажется в пределах 7%, расходы будут поглощать 35% доходов. Скажу еще резче: если будущая годовая доходность облигаций составит 5%, расходы поглотят 125% премии за инвестирование в акции, размер которой составляет 2%. Таким образом, доходность вложений в облигации фактически превысит в этом случае чистую доходность, полученную средним фондом, инвестирующим в акции. Вознаграждение за риск, на которое вправе рассчитывать инвесторы, в этом случае исчезнет.

Но вознаграждения, выплачиваемые управляющим, и текущие расходы (и то и другое включают в коэффициенты расходов) никоим образом не являются единственными расходами, сопряженными с собственностью на доли в инвестиционных фондах. Инвестиционные фонды стали активными, пожалуй, даже гиперактивными трейдерами, торгующими ценными бумагами из своих портфелей. Согласно обоснованным оценкам, ежегодное воздействие связанных с такими операциями расходов увеличивает расходы фондов еще на 0,8–1% стоимости активов фондов. На основании этих расчетов можно предположить, что трансакционные издержки портфельных инвестиций с 1950 по 2004 г. возросли более чем в 1000 раз – скажем, с совокупной суммы в 25 млн долл. до, возможно, 25 млрд долл.

Это – один, пусть и самый крупный, элемент общей картины расходов фондов. В дополнение к

текущим расходам (37 млрд долл.) и транзакционным издержкам (25 млрд долл.), которые ложатся на фонды, инвестирующие в акции, еще 10 млрд долл. составляют расходы в виде предварительных сборов за сделки, штрафов за досрочные выкупы долей и акций, расходов наличных средств, вознаграждений, выплачиваемых инвесторами независимым инвестиционным консультантам, которые предоставляют услуги по выбору фондов и распределению активов¹⁵⁸. Инвесторы, вкладывающие средства в фонды, которые инвестируют в акции, только в 2004 г. оплатили расходы в сумме 72 млрд долл., а за последние пять лет – 300 млрд долл. Вот за что расплачиваются инвесторы, которые, следовательно, не получают тех чистых доходов, которые дает фондовый рынок. Если сложить эти расходы, то можно сказать, что совокупные ежегодные расходы собственников инвестиционных фондов, работающих с акциями, ныне колеблются в пределах от 2,5 до 3% стоимости активов.

¹⁵⁸ Долгосрочные доходы, потерянные акционерами в результате того, что акционерные фонды ныне постоянно имеют довольно крупные резервы наличности, равные примерно 5% стоимости своих активов, мы описываем терминами «издержки неиспользованных возможностей», «утраченная прибыль». Таким образом, если долгосрочная доходность акций превышает доходность по облигациям казначейства США, скажем, на 6% в год (допустим, доходность акций равна 8%, доходность облигаций – 2%), упущенная прибыль составит: премию за инвестирование в акции в размере 6%, умноженную на 5% стоимости активов, или примерно 0,3% стоимости активов в год.

Арифметика инвестирования

Для того чтобы понять, какое воздействие все эти расходы оказывают на инвесторов фондов, необходимо всего лишь уяснить извечную и неизменную арифметику инвестиционного уравнения, которая сводится к формуле: чистые доходы, реально получаемые инвесторами, равны валовой прибыли, обеспечиваемой финансовыми рынками, минус все расходы, связанные с финансовым посредничеством.

Какие бы доходы ни приносили в щедрости своей финансовые рынки, пожалуйста, не заблуждайтесь и не думайте, что инвесторы как группа действительно получают эти доходы. Для того чтобы объяснить, почему так происходит, необходимо всего лишь понять простую математику инвестирования: все инвесторы как группа должны в полном объеме получать доходы, которые обеспечивает рынок, но только до того, как будут вычтены все связанные с инвестированием расходы. После того, как вычитаются все расходы на финансовое посредничество (а именно вознаграждения управляющим, транзакционные издержки, издержки распространения, расходы на рекламу и маркетинг, текущие расходы и скрытые расходы финансового посредничества), доходы инвесторов необходимым образом должны сократиться ровно на сумму, равную совокупности всех этих расходов и издержек. И сокращаются.

Таким образом, для всех инвесторов как группы попытки превзойти рынок до того, как будут вычтены все расходы, оказываются игрой, в которой инвесторам не выиграть; после вычета расходов попытки превзойти рынок обречены на

неудачу¹⁵⁹. То, что доходы инвесторов в целом будут существенно ниже доходов, обеспечиваемых нашими финансовыми рынками, неизбежно. Великий парадокс инвестирования заключается в том, что инвесторы не получают того, за что заплатили. На самом деле происходит прямо противоположное: получаешь то, что не выплачиваешь.

Разумеется, возможно, что профессиональные управляющие американскими инвестиционными и пенсионными фондами как группа могут каким-то образом превзойти, обыграть рынок, но их выигрыш будет доллар в доллар равен проигрышу индивидуальных инвесторов-любителей. Но у нас нет ни единого доказательства того, что дела обстоят именно так. (Как свидетельствует большинство исследований доходов институциональных и индивидуальных инвесторов, эти доходы в среднем равны рыночной доходности до вычета расходов, но в совокупности не дотягивают до рыночной доходности, и разница составляет сумму торговых издержек и вознаграждений, выплаченных консультантам. Вывод неудивительный.) Оказывается, что средний управляющий инвестиционным фондом может обеспечивать средние результаты до вычета расходов. После вычета расходов результаты оказываются ниже средних примерно на сумму расходов, которые несут собственники фондов. Как мы скоро увидим, в недавние времена фонды, инвестирующие в акции, отставали от рынка на сумму, приблизительно равную их совокупным расходам в размере 2,5–3% в год. Так что можно уверенно сказать: да, расходы имеют значение.

¹⁵⁹ Впервые я наткнулся на эту фразу 30 лет назад, читая пророческую статью: Ellis C. D. The Loser's Game // Financial Analysis Journal. 1975. July/August. Vol.31. No. 4. P. 19 – 26.

Как велико значение расходов?

В самом деле, насколько оно велико? Очень, очень велико! Действительно, есть данные, которые с предельной ясностью свидетельствуют о том, что расходы фондов играют определяющую роль в объяснении отставания доходности фондов от рыночной доходности. В 1958–2004 гг., например, ежегодная доходность среднего инвестиционного фонда в среднем составляла 10,4%, а рынок обеспечивал доходность, равную 13,2%. Эта разница в 2,8% почти точно соответствует нашим ожиданиям, учитывая приблизительную оценку расходов фондов. (Никогда не забывайте: доход инвесторов равен рыночной доходности за вычетом расходов.) Говоря попросту, управляющие фондами присваивают чрезмерно большую долю рыночных доходов, в результате чего собственники фондов получают соизмеримо меньшую долю доходов.

Нет особых сомнений в том, что почти во всех случаях у независимых директоров и управляющих фондов есть общий интерес в обеспечении хороших доходов акционерам фондов. Но как только речь заходит о том, насколько хороши должны быть эти доходы, интересы директоров и управляющих начинают расходиться. Почему? Просто потому, что чем выше вознаграждения управляющих и чем больше прочие расходы фондов, тем меньше доходы фондов.

В фондах некоторых типов эта взаимосвязь проявляется фактически в точном совпадении расходов и доходов в долларовом исчислении. Например, коэффициент корреляции между доходами, которые работающие на кредитных рынках фонды обеспечивают своим акционерам, и коэффициент расходов этих фондов равен – 0,98. Этот показатель находится в опасной близости от абсолютно отрицательной корреляции, равной –

1,00. Увеличение расходов на один процентный пункт приводит к сокращению доходов почти на один процентный пункт. Например, если кредитные рынки обеспечивают доходность в 3%, фонд с высокими расходами обеспечивает своим акционерам доходность в 1,75%, а фонд с низкими расходами обеспечивает своим акционерам 2,75% доходности, или на 50% больше. Действительно, во всех случаях, когда валовые доходы фондов подобны товару (как, например, у фондов, работающих по фондовым индексам и индексам облигаций), наблюдается та же жесткая зависимость, при которой каждый лишний доллар расходов влечет сокращение доходов почти ровно на ту же сумму.

Расходы, доходы и риски

Хотя в краткосрочной перспективе взаимосвязь расходов и доходов фондов не так заметна, как в долгосрочной перспективе, расходы явно разнятся отличные фонды и фонды посредственные. Изучение совокупных расходов, валовых и чистых доходов всех 942 американских диверсифицированных фондов, инвестирующих в акции (эта информация содержится в базе данных Morningstar), показывает, что в течение десятилетия, закончившегося 28 февраля 2005 г., общие расходы этой группы избранных фондов, просуществовавших все 10 лет, составляли 1,9% в год). Средний коэффициент расходов равен 1,2%. К этой величине следует прибавить расходы по портфельным сделкам, которые оценивают в 0,7%. Люди, проводившие это исследование, осторожно предположили, что транзакционные расходы составили 1% оборота, т. е. всего лишь по 0,5% с каждого участника сделки. В этих расчетах не учитывались брокерские комиссионные и другие расходы, оплачиваемые наличными.

Вывод: фонды, входящие в квартиль фондов с наиболее высокими затратами (их общие расходы составляют 3,0%), обеспечивают среднегодовую доходность, равную 9,0%¹⁶⁰. Квартиль фондов с наименьшими расходами (равными 0,9%) обеспечивал доходность, равную 11,7%. То есть доходность фондов с наименьшими расходами на 2,7% в год больше, чем доходность фондов, входящих в квартиль с наиболее высокими расходами. Эта разница даже больше, чем можно предполагать на основании их среднего преимущества в расходах, а это преимущество равно 2,1%. (Сравнивая фонд с фондом, обнаруживаешь примечательную обратную корреляцию между расходами и доходами – минус 0,42%.) Годовые доходы фондов с низкими расходами получают премию 30% по сравнению с фондами с высокими затратами. Это подтверждает тезис о том, что чем выше расходы, тем ниже общие доходы. Рассматривая таблицу 7.1, обратите внимание на то, как плотно концентрируются валовые доходы возле отметки 12,5% – это служит еще одним подтверждением тезиса о том, что средний управляющий фондом обеспечивает в лучшем случае среднюю доходность до вычета расходов.

Более того, фонды с самыми большими расходами также идут на самые большие риски. Квартиль фондов с высокими расходами действует с рисками, которые поразительным образом на 34%

¹⁶⁰ Поскольку я использовал классы фондов без вознаграждений, выплаченных в соответствии с пунктом 12b – 1, и опустил воздействие первоначальных брокерских комиссионных, коэффициенты расходов у этих 942 фондов занижены по сравнению с коэффициентами расходов в отрасли. Далее, поскольку я не сделал никаких поправок, учитывающих норму выживаемости фондов, средняя доходность фондов в этом расчете также завышена.

выше рисков, с которыми действуют фонды, входящие в квартиль фондов с минимальными расходами. (При измерении волатильности, обычного показателя меры риска, на который идут фонды, использовано стандартное отклонение доходов этих фондов — широко признанная норма.) Кроме того, фонды с высокими затратами генерировали намного более высокий по сравнению с малозатратными фондами годовой оборот портфельных инвестиций. У фондов с высокими расходами этот показатель равнялся 152%, у фондов с низкими расходами — 19%. В общем у фондов с низкими расходами было даже большее преимущество в доходности, скорректированной по риску. Это преимущество равно 3,8% в год. Инвестор, который просто стремится разместить свои средства в фонд с низкими расходами, получает, таким образом, поразительное повышение ежегодной доходности, скорректированной по риску, — с 8,1 до 11,9%. Увеличение доходности составляет почти 50% в год.

Объединение этих доходов еще более улучшает объединение расходов и еще более усугубляет положение фондов с высокими расходами. За десятилетие доллар, инвестированный в фонды с низкими расходами, превратился в 2,07–3,07 доллара, тогда как доллар, вложенный в фонды с высокими расходами, за тот же период превращался всего лишь в 1,18–2,18 доллара. Таким образом, инвестируя на основании только относительных расходов, инвестры могли бы увеличить свои прибыли на 75% за 10 лет, просто ловя свою рыбу в пруду, не требующем высоких расходов, и как чумы сторонясь прудов, требующих высоких расходов. Трудно вообразить более убедительный пример взаимосвязи расходов и доходов инвестиционных фондов.

Реальные последствия высоких расходов

Эти выводы относительно воздействия расходов фондов на их доходы могут показаться интересной теорией — но не более и не менее того. Однако сопоставление доходности, достигнутой инвестиционными фондами на протяжении длительного периода, с доходностью, которую обеспечивал фондовый рынок, подтверждает реальный факт: доходы, фактически полученные инвестиционными фондами, отстают от доходности фондового рынка на величину понесенных фондами расходов. Задумавшись об этом, понимаешь, что иначе и быть не может. Если управляющий инвестиционного фонда приобретает ценные бумаги, он обычно приобретает их у управляющего другим инвестиционным или пенсионным фондом. А если управляющий инвестиционным фондом продает ценные бумаги, он обычно продает их другим профессионалам. При совершении любой сделки один из ее участников прав, а другой ошибается. Возможно, это походит на игру с нулевой суммой, но на самом деле это не так. После того как свои комиссионные за посредничество между продавцом и покупателем получает брокер, эта игра превращается в игру, в которой проигрывают и покупатель, и продавец. Итак, доходность среднего фонда должна равняться доходности, обеспечиваемой фондовым рынком, и отставать от этой величины на сумму вознаграждений, выплаченных управляющему фондом, плюс сумма расходов по торговле ценными бумагами.

ТАБЛИЦА 7.1

Доходы и расходы фондов, инвестирующих в акции.

Годовая доходность в течение десятилетия,
закончившегося 28 февраля 2005 г.

Квартиль по расходам	Валовая доходность	Расходы (%)+	Чистая прибыль (%) ++	Риск (%)	Доходность, откорректи	Увеличение 1 доллара
-------------------------	-----------------------	-----------------	--------------------------	----------	---------------------------	-------------------------

	(*) *				рованная по риску (%)	(долл.)
Первый (самый низкий)	12,6	0,9	11,7	16,0	11,9	2,07
Второй	12,5	1,5	11,0	17,0	10,9	1,81
Третий	12,8	2,0	10,8	18,5	10,1	1,63
Четвертый (самый высокий)	12,0	3,0	9,0	21,4	8,1	1,18
СРЕДНИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ФОНДОВ	12,5	1,9	10,6	18,2	9,8	1,55
Сопоставление фондов из первого квартиля с фондами из четвертого квартиля	+0,6	-2,1	+2,7	-5,4	+3,8	0,89
Улучшение пока зателей при снижении расходов	+5%	-70%	+30%	-25%	+47%	+75%

* Валовая доходность вычислена путем сложения расходов фонда с его объявленной чистой прибылью.

+ Включает коэффициент расходов и оценку расходов, связанных с оборотом портфельных ценных бумаг; этот обобщенный показатель выражен в процентах от стоимости активов фонда.

++ Стандартное отклонение доходности.

Так оно и происходит. Как отмечалось выше, с 1985 по 2004 г. американский фондовый рынок, судя по индексу акций Standard & Poor's 500, обеспечивал годовую доходность, равную 13,2%. Доходность среднего фонда, инвестирующего в акции, составляла 10,4%. Не надо долго и сложно искать причину отставания доходности инвестиционных фондов на 2,8% от рыночной доходности. По мере того как нанятые управляющими фондов квалифицированные, опытные специалисты конкурируют друг с другом за лучшие акции, результаты их деятельности усредняются. До вычета расходов средний инвестиционный фонд должен обеспечивать доходность, равную рыночной. Поскольку совокупные расходы фонда можно оценить примерно в 2,5–3% в год, составляющая 2,8% разница между рыночной доходностью и доходностью фонда после вычета расходов попросту подтверждает нашу весьма обоснованную гипотезу.

При консолидации этих доходов за несколько лет разрыв между рыночной доходностью и

доходностью, обеспечиваемой средним инвестиционным фондом, достигает ошеломляющих пропорций, что и показано в таблице 7.2.

Данные этой таблицы демонстрируют, что даже за такой краткий период, как 20 лет (а ожидаемый срок жизни инвестиций, сделанных новым инвестором, ныне составляет по меньшей мере 60 лет), расходы фонда поглощают более 40% доходов, обеспечиваемых фондовым рынком. Другими словами, 10 тыс. долл., инвестированные в 1985 г. в торгуемые на фондовом рынке в 1985 г. акции, должны были генерировать прибыль в размере 109 800 долл. Те же 10 тыс. долл., вложенные в средний инвестиционный фонд, принесли 62 900 долл. прибыли.

ТАБЛИЦА 7.2

Сравнение доходности, обеспечиваемой фондовым рынком и средним инвестиционным фондом. Общий доход на инвестированные 10 тыс. долл. за 1985–2004 гг.

	Годовой доход (%)	Окончательная стоимость (долл.)	Прибыль (долл.)
Доходность фондового рынка*	13,2	119 800	109 800
Доходность, обеспеченная средним фондом†	10,4	72 900	62 900
Разница между двумя указанными выше показателями	2,8	46 900	46 900
Доля рыночной доходности, полученная средним инвестиционным фондом	79%	61%	57%

* Индекс акций компаний, входящих в S&P 500.

† Источник: Lipper. Годовая объявленная доходность среднего фонда, инвестирующего в акции, равна 11,3% после вычета расходов фонда. Величина откорректирована по показателю выживаемости (0,5% в год), годовым расходам на сделки (0,3%) и другим косвенным затратам (0,1%), что в совокупности сокращает итоговую величину на 0,9%.

Рассмотрим ситуацию под другим углом. Инвестор вкладывает 100% капитала и несет 100% риска, но получает только 57% прибыли. Управляющие фондами и система распространения вкладывают 0% капитала и несут 0% риска, но получают 43% прибыли. Если уж и этот пример не

представляет парадигму триумфа капитализма управляющих над капитализмом собственников в Америке инвестиционных фондов, просто не могу вообразить, что смогло бы нагляднее представить этот триумф. Почти половину принадлежащих собственникам фондов денег откачивают люди, которые почти в буквальном смысле выигрывают все, ничем не рискуя.

Маркетинг: мы производим то, что будет продано

Положение ухудшается. Хотя конфликт интересов между управляющими фондами и собственниками фондов объясняет серьезный разрыв в долгосрочных показателях рыночной доходности и доходности, обеспечиваемой средним инвестиционным фондом, существует еще один важный конфликт, который обходится инвесторам фондов еще дороже. Управляющие фондами отошли от исполнения роли благоразумных стражников, берегущих средства своих акционеров, и стали исполнять роль людей, безрассудно проталкивающих свои собственные товары. Они научились потворствовать вкусу общественности и использовать в своих интересах любое возникающее на рынке увлечение. Они продвигают существующие фонды и создают новые фонды, а затем возводят проблему в степень, агрессивно рекламируя доходы, получаемые их самыми раскрученными фондами, обычно крайне спекулятивными, в прошлом показавшими высокую доходность. Эта сосредоточенность на маркетинге оказала глубоко негативное воздействие на инвесторов фондов, которые платят огромный штраф за сроки приобретений, сделанных их фондами, и за выбор фондов, в которые они вкладывают свои деньги. В результате акционеры и пайщики взаимных фондов

получают доходы, намного меньшие, чем сами фонды.

Отрасль инвестиционных фондов стала образцовым примером маркетинга для школ бизнеса, примером того, как следует упаковывать новые вспомогательные продукты для того, чтобы увеличить их присутствие на существующих рынках и проникать на новые рынки. Современный маркетинг играет важную роль в экспоненциальном росте активов инвестиционных фондов. Но хотя маркетинг обогащает управляющих фондами, он резко сокращает доходы собственников фондов.

В этой постоянно чутко реагирующей на конъюнктуру рынков отрасли компании довольствуются тем, что скромничают в периоды медвежьей конъюнктуры, когда цены на акции угнетены, а сами акции не пользуются спросом. Но когда приходит время «быков» и акции внезапно попадают в центр внимания, управленцы плодят фонды сотнями, описывая их как новые продукты, специализирующиеся на наиболее интенсивно развивающихся секторах экономики. Они требуют внимания, купаются в лучах славы, которую дают им СМИ, называют своих управляющих звездами и разворачивают энергичные рекламные кампании.

Вместо того чтобы сосредотачиваться на здравых вариантах инвестирования, некогда бывших отличительной особенностью отрасли, управляющие фондами поклоняются Великому Богу Доли Рынка, создавая фонды, в которые инвесторы охотно, едва ли не расталкивая друг друга, несут деньги. В конце «бычьего» рынка инвесторы больше всего хотят купить участие в самых модных, агрессивно растущих фондах, работавших с ценными бумагами компаний «новой экономики» — Интернет-компаний, высокотехнологичных и телекоммуникационных компаний. Ценные бумаги этих рискованных

секторов экономики поистине стали преобладать в портфелях даже наиболее диверсифицированных традиционных фондов. Инвестиционная отрасль в самой полной мере участвовала в этой оргии, создавая новые рискованные фонды, продвигая их и продавая их алчущей публике, не проявлявшей особого интереса к фондам, инвестировавшим в соответствии с более уравновешенной стратегией. Именно эти фонды обеспечили инвесторам прибежище во время надвигавшейся бури.

Штрафы за время проведения сделок и выбор инструментов

Этот маркетинг помог обогатиться управляющим фондами, которые только за шесть лет оргии – 1997–2002 гг. – получили во всех фондах, работавших с акциями, облигациями и на кредитных рынках, вознаграждения и другие доходы, оцениваемые более чем в 250 млрд долл. Но собственники фондов заплатили за это намного больше, чем сумму вознаграждений. Вместо того чтобы регулярно инвестировать как в хорошие, так и в тяжелые времена, инвесторы заплатили огромный штраф за то, что вскакивали в рынок на поздних стадиях «бычьего» рынка, когда цены на акции достигли максимума. Выбрав не те фонды не в то время, инвесторы уплатили еще больший штраф за неправильный выбор.

Сначала рассмотрим убытки, понесенные в результате неправильного выбора времени вхождения в рынок. В 1984–1991 гг., когда индекс Standard and Poor's 500 не дотягивал до отметки 300 пунктов, инвесторы приобретали участие в фондах, инвестировавших в акции на 15 млрд долл. в год. Но после того, как индекс в 1998 г. превысил 1200 пунктов, приблизившись к максимальной отметке 1527 пунктов (эта отметка

была достигнута в 2000 г.), инвесторы стали закачивать в работающие с акциями инвестиционные фонды по 230 млрд долл. в год, т. е. в 15 раз больше, чем в 1984–1991 гг. Вложив очень мало денег в фонды в тот период, когда акции были дешевы, а затем подчинившись очевидно непреодолимому побуждению инвестировать как можно больше денег в момент, когда акции были дороги, инвесторы расстались еще с несколькими сотнями миллиардов долларов.

Теперь рассмотрим убытки, сопряженные с неправильным выбором фондов. Здесь ответственность инвестиционной отрасли еще больше. Во время рыночной лихорадки американцы создали и продвинули фонды, ориентированные на растущие сектора экономики и отдававшие предпочтение переоцененным акциям, котирующимся в системе NASDAQ, — акциям компаний «новой экономики», высокотехнологичных компаний и Интернет-компаний. Как раз в самый неподходящий для инвестирования момент инвесторы закачали в эти весьма рискованные фонды более 460 млрд долл. — и вывели из более консервативных, ориентированных на стоимость фондов, отдающих предпочтение акциям, котирующимся на Нью-Йоркской фондовой бирже, акциям компаний «старой экономики», которые (благослови их, Господи) отставали от рынка в разгар горячки и сохранили свою цену в момент, когда рыночный пузырь лопнул.

Конечно, значительную долю ответственности за собственную дорогостоящую глупость несут сами собственники фондов. Тем не менее существенная часть ответственности за эти убыточные модели выбора неудачных моментов вхождения в рынок и неподходящих объектов инвестирования лежит на управляющих фондами. Их ошибки резко сократили

доходы тех самых инвесторов, которым они обязаны были служить.

Подведем итоги

Складывая убытки, понесенные собственниками фондов в результате обусловленного расходами отставания доходности среднего инвестиционного фонда от доходности рынка, с убытками, обусловленными неправильным выбором времени вхождения в рынок и каналов этого вхождения, которые понес средний инвестор такого фонда, мы обнаруживаем, что убытки инвесторов достигли поистине ошеломляющих пропорций. Хотя точно вычислить сумму разницы между доходами, объявленными самими фондами, и доходами, полученными собственниками фондов, невозможно, все-таки дать приблизительную оценку этой разницы можно. Наилучший способ сделать это — сравнить доходы, взвешенные в долларах и полученные акционерами фонда как группой, с объявленными взвешенными по времени доходами в расчете на акцию (это обычный способ расчета доходов фонда). Как показано в таблице 7.3, средний инвестор среднего фонда отстает от показателей среднего фонда на 3,3 процентных пункта в год¹⁶¹.

¹⁶¹ Грубый пример. Предположим, активы фонда за год возросли со 100 до 110 млн долл., без денежных потоков, стоимость активов в расчете на акцию возросла с 10 до 11 долл., т.е. взвешенный по времени доход возрос на 10%. Далее, предположим, что в последний день года 100 млн долл. были инвестированы по цене 11 долл. Средняя стоимость активов фонда составляла 150 млн долл., но прирост этой стоимости по-прежнему остается равным 10 млн долл., т.е. взвешенный в долларах доход равен 6,6%,

Если прибавить эту разность к разности в доходности, обеспечиваемой средним фондом и фондовым рынком, разрыв возрастает до 6,1 процентного пункта. Средний инвестор среднего фонда получает доход, равный всего лишь 7,1%. Если бы такой инвестор просто пользовался доходностью фондового рынка, но не платил бы за управление своими средствами, за маркетинг и не нес административных расходов (1), пользовался бы доходностью всего рынка и избегал решений, связанных с выбором фондов (2), никогда бы не гадал, когда следует приобретать акции (3), и не производил бы никаких выкупов и погашений (4), он получил бы доход в 13,2%. Ему надо было бы просто покупать и держать акции на долгосрочной основе.

Итак, если обобщить эффективность средних инвесторов средних фондов, зияющий разрыв между годовой доходностью среднего фонда и доходностью фондового рынка превращается в пропасть, размеры которой вгоняют в ступор. Говоря конкретнее, если 10 тыс. долл., инвестированные в фондовый рынок, приносят 109 800 долл. прибыли, средний инвестор получил лишь 29 700 долл. прибыли. В совокупности убытки, связанные с расходами, сроками совершения сделок и выбором фондов, поглощают ошеломляющие 73% прибыли, которую можно было бы получить, просто приобретя и придерживая в собственности акции, обеспечивающие доходность самого фондового рынка. Среднему акционеру инвестиционного фонда достаются всего лишь 27% общей прибыли. За чрезмерные расходы инвестиционных фондов как отрасли и чрезмерное увлечение этой отрасли

т.е. на 3,4 процентных пункта ниже дохода, взвешенного по времени.

маркетингом инвесторы платят цену, которая действительно валит с ног.

Конфликт умения торговать и обязанности ограждать интересы собственников

Можно сказать, что благодаря скандалам мы узнали, что пошло не так в Америке инвестиционных фондов. Эти скандалы сосредоточили внимание общественности на масштабах, в которых управляющие фондами ставят личные интересы выше интересов пайщиков и акционеров. Задолго до того, как разразились эти скандалы, торжество интересов управляющих фондами над интересами собственников фондов было уже очевидным, поскольку умение торговать постепенно выходило на первое место, оттесняя функцию охраны на второе место, управляющие возлагали на инвесторов все большие, чрезмерные расходы, инвесторы во все большей мере полагались на удобные сроки проведения операций на рынке, а инвестиционные фонды как отрасль стали сосредотачиваться на привлечении активов. Этой ставшей высшим приоритетом цели достигали, используя классическую стратегию маркетинга – размножение продуктов.

ТАБЛИЦА 6.2

Доходность и доход, обеспечиваемые фондовым рынком, средним инвестиционным фондом и получаемые средним инвестором такого фонда. Общий доход, который получен к 2005 г., на 10 тыс. долл., инвестированных в 1985 г.

	Годовая доходность (%)	Окончательная стоимость (долл.)	Прибыль (долл.)
Фондовый рынок	13,2	119 800	109 800
Средний инвестиционный фонд	10,4	72 900	62 900
Средний инвестор среднего инвестиционного фонда	7,1*	39 700	29 700
Отставание прибыли инвестора от прибыли фонда	3,3	8 100	33 200

Отставание прибыли инвестора от прибыли, обеспечиваемой фондовым рынком	6,1		80 100
Доля дохода, обеспечиваемого рынком и полученная средним участником инвестиционного фонда	54%	33%	27%

* В течение десятилетия, с 1993 по 2003 г., акционеры и пайщики 200 крупнейших фондов, инвестирующих в акции (на эти 200 фондов приходится около 85% всех активов фондов, работающих с акциями), принесли взвешенную в долларах доходность, равную 6,5%. Эта величина отстает от взвешенной по времени доходности среднего фонда, равной 9,8%. Как показано выше, если предположить, что такое же отставание существовало на протяжении 20 лет, закончившихся в 2004 г., взвешенная в долларах доходность, полученная обычным инвестором фонда, в среднем составляла 7,1% в год.

Таким образом, то, что пошло не так в Америке инвестиционных фондов, можно легко, хотя и несовершенно, проиллюстрировать действительно шокирующим отставанием доходов, получаемых акционерами инвестиционных фондов, от доходов, которые, в сущности, были им доступны, если бы они попросту владели самим фондовым рынком. Важно отметить, что брошенные инвесторами огромные прибыли возникли как в результате прибылей, которые присвоили управляющие, так и в результате деятельности спекулятивных фондов, созданных управляющими и в самом выгодном свете представленных инвесторам в разгар спекулятивной горячки. В общей сложности инвесторы потеряли сотни миллиардов долларов. Труднее измерить вредное воздействие нарушения уз взаимного доверия, некогда составлявших суть капитализма. И в том и в другом отношении собственники фондов понесли невосполнимые убытки в результате патологической мутации капитализма собственников, который существовал в фондах как отрасли на первых, скромных этапах ее становления, в капитализм управляющих, который восторжествовал в отрасли в последнее время. Указанное перерождение в значительной степени объясняет то, что пошло не так в Америке

инвестиционных фондов. Причины этого перекоса рассматриваются в следующей главе.

Глава 8. Почему Америка инвестиционных фондов пошла неверным путем?

«Мы заблудились»

Как и в случае корпоративной Америки, коренной причиной того, что Америка инвестиционных фондов пошла по ложному пути, является несостоятельность руководства. Как и в корпоративной Америке, хотя ухудшение происходило постепенно, оно приобрело огромную инерцию в период бума, который царил на фондовом рынке в течение последних 20 лет XX в. и достиг наивысшей точки в известной ныне рыночной лихорадке и при ее последствиях. Далее, американские инвестиционные фонды, подобно американским корпорациям, организованы, в сущности, как республики, в которых высшая власть принадлежит акционерам — членам демократии, осуществляющим свою власть через избранных директоров, которые представляют интересы собственников.

Но на этом сходства заканчиваются, ибо инвестиционные фонды организованы менеджерами, которые если и обладают собственностью на паи и акции фондов, то всего лишь номинальной. Вознаграждения, к которым стремятся эти менеджеры, редко как-то связаны со средствами, которые менеджеры инвестируют в фонды. Обычно эти средства крайне невелики. (Комиссия по ценным бумагам и биржам может зарегистрировать инвестиционный фонд, первоначальный капитал которого равен всего лишь 100 тыс. долл.) Главная цель менеджеров заключается, скорее, в получении вознаграждения за предприимчивость,

получаемого не за счет доходов самих фондов, а за счет прибылей управляющих компаний. Эти прибыли возникают в результате гонораров, выплачиваемых фондами за консалтинговые услуги в соответствии с контрактами, которые состряпаны менеджерами. Составляя такие контракты, менеджеры фактически действуют как диктаторы, представляющие обе стороны. Как метко заметил Уоррен Баффет, «споры в баре с самим собой редко приводят к потасовкам»¹⁶². Итак, менеджер заинтересован в том, чтобы:

1. Создать максимально возможный объем активов фондов, ибо гонорары растут по мере увеличения активов.

2. Взыскивать самые высокие гонорары, какие только сможет вынести оборот фондов. Размеры этих вознаграждений ограничены только неопределенными, неряшливо сформулированными нормами регулирующего законодательства и еще более рыхлыми нормами конкуренции.

3. Создать как можно больше фондов, работающих с самым широким кругом мыслимых инвестиционных целей и предлагающих участие во всех вошедших в моду рыночных трендах, в сущности, всегда имеющих «продукт», который пользуется спросом.

4. Внимать максимально возможные суммы за маркетинг и распространение для того, чтобы лучше стимулировать брокеров, продавцов из фондов и независимых консультантов к более энергичному предложению фондов клиентам.

5. Использовать брокерские комиссионные, генерированные оборотом портфельных инвестиций фондов, для приобретения маркетинговой поддержки

¹⁶² Buffet W. Chairman's Letter. Berkshire Hathaway 1985 Annual Report 1986. March 1.

и инвестиционных исследований и, тем самым, получения этих услуг без уплаты хотя бы доллара из собственного кармана менеджера.

Управляющие фондами и собственники фондов

Центральный вопрос – вопрос степени, в которой перечисленные выше цели соответствуют целям собственников фондов. Ответ на этот вопрос таков: все пять перечисленных выше целей менеджеров фактически противоположны интересам инвесторов:

1. После того как активы фонда перерастают некоторый уровень (этот уровень колеблется в зависимости от целей и политики конкретного фонда), ни один из активно управляемых фондов не может избежать проблемы, состоящей в том, что объем активов может превратиться для фонда в избыточную массу, ограничить варианты инвестиций и резко увеличить транзакционные издержки фондов. Хотя вознаграждения за консалтинговые услуги, возможно, растут медленнее, чем активы (по крайней мере, когда ставки снижаются по мере роста активов), менеджер заинтересован в том, чтобы присвоить экономию от масштаба себе, а не в том, чтобы заботиться о благе собственников фондов.

2. Чем выше вознаграждение менеджера, тем ниже доход собственников фонда. Это превращается в фактическую тавтологию, которая описана в предыдущей главе.

3. Хотя выбор фондов, на первый взгляд, может казаться беспримесным благом, инвесторы платят огромный штраф за свободу выбора, что также описано выше.

4. Маркетинг стоит денег, и в мире инвестиционных фондов все эти издержки в

конечном счете оплачивают — вольно или невольно, ведая о том или не ведая — собственники фондов. И когда инвестор покупает участие в одном из фондов потому, что брокер или торговый представитель имеет корыстный интерес в продаже такого участия, инвестор, возможно, покупает участие не только не в том фонде, в каком следовало бы, но и совершает приобретение в неподходящий момент и по ложным причинам.

5. Хотя для менеджера исследования и расходы на распространение могут быть «бесплатными», эти и другие транзакционные расходы самым непосредственным образом снижают чистые доходы, причитающиеся собственникам фондов.

Разумеется, существует одна цель, причем важная, в которой интересы собственников и менеджеров сходятся. Точно так же, как инвестор фонда желает получить самые большие (в пределах разумного) доходы на свои активы, менеджер фонда стремится обеспечить приток этих активов. Высокая эффективность фонда приносит его акционерам дополнительное богатство и увеличивает вознаграждение менеджера. Если доходы фонда привлекают внимание участников рынка, существенный приток новых инвестиций в фонд обеспечивает постоянный рост вознаграждений менеджера. Хотя и собственники фонда, и его управляющие извлекают выгоду из увеличения активов, эта выгода редко бывает пропорциональной для обеих сторон. Доходы менеджеров обычно растут намного быстрее, чем их вознаграждения, и приток наличных средств под управление менеджеров может многократно увеличить доходы менеджеров.

Как бы там ни было, тот же конфликт интересов, который существует между

собственниками и управляющими в корпоративной Америке, существует и между собственниками и менеджерами инвестирующей Америки. При прочих равных, чем больше получают менеджеры, тем меньше достается инвесторам. Но в Америке инвестирующей этот конфликт приобретает радикально иную степень: менеджеры фондов притязают на много большую долю прибылей фондов, чем управляющие предприятиями – в прибылях своих компаний. Но суть указанного конфликта в инвестирующей Америке радикально отличается от того же конфликта, существующего в корпоративной Америке. Отличается потому, что гигантские институциональные собственники инвестирующей Америки обладают огромным влиянием на корпоративную Америку и могут пользоваться этим влиянием для защиты собственных интересов, тогда как относительно мелкие собственники фондов из числа физических лиц в Америке инвестиционных фондов фактически безвластны.

В корпоративной Америке собственность на акции сосредоточена в руках сравнительно немногих акционеров. Владеющие 52% собственности на акции и описанные выше 100 крупнейших институциональных инвесторов обладают потенциальным контролем над американскими корпорациями, хотя пока и не используют это право и не принимают на себя обязанности, сопряженные с собственностью. Однако в Америке инвестиционных фондов собственность широко рассеяна. Фондами владеют в основном примерно 95 миллионов американских семей, любая сотня которых, объединившись, вряд ли сможет владеть хотя бы одним процентом долей и акций фондов.

Учитывая широту распространения собственности на активы инвестиционных фондов, практически невозможно рассчитывать на то, что

демократия акционеров обеспечит такое управление инвестиционными фондами, какое в принципе соответствовало бы интересам собственников фондов. Но существует другой фактор, который превращает демократию акционеров из нереализуемой идеи в невозможную мечту: существующая в отрасли особенная, поистине уникальная структура управления, которая превращает права акционеров в иллюзию и возводит менеджеров на позиции диктаторов, обладающих неуязвимой, неприступной властью.

Пример корпоративного инцеста

Подумайте о том, как работают почти все инвестиционные фонды. Даже когда активы фондов оцениваются сотнями миллиардов долларов, комплексы фондов сами собой не управляют. Каждый такой комплекс нанимает внешнюю управляющую компанию, у которой есть свои акционеры или пайщики, и эта компания занимается управлением делами комплекса фондов. Управляющая компания обеспечивает деятельность фонда, распределяет его акции и контролирует и руководит инвестиционным портфелем фонда или комплекса фондов. Управляющая компания в одностороннем порядке и с самого начала определяет, какие вознаграждения она получит за свои услуги. Управляющая компания решает, когда создавать новые фонды и какими они будут. Если каким-нибудь фондом плохо управляют, управляющая компания заменяет портфельного управляющего, но ставит на освобождающееся место одного из своих сотрудников. А когда какой-то фонд перестает быть полезным, именно управляющая компания решает, как избавиться от этого фонда и положить ему заслуженный конец. Управляющая компания может просто ликвидировать такой фонд или, что

гораздо более вероятно, слить его с другим фондом, действовавшим более успешно, но по случайному стечению обстоятельств также находящимся под ее же управлением. Записи о работе ликвидированного фонда отправляют на свалку истории.

Более того, такая типичная управляющая компания благородно содержит должностных лиц подчиненных ей фондов. Эти должностные лица – сотрудники, оплачиваемые не фондами, а управляющими компаниями. Далее, хотя директора управляющей компании обычно имеют незначительную собственность в управляемых ими фондах, они занимают места в советах директоров фондов и до недавнего времени также избирали большинство «независимых» директоров фондов, которые по закону должны составлять по меньшей мере 75% состава таких советов. Далее, как правило, председатель совета директоров управляющей компании является, как вы уже догадались, и председателем совета директоров инвестиционного фонда.

Учитывая то, каким гордиевым узлом связан фонд со своим управляющим, невозможно вообразить, как хотя бы на одном из четырех ежегодных собраний совета менее информированные «независимые» директора могут бросить вызов авторитету и власти меньшинства директоров, которые представляют в совете управляющую компанию и гораздо лучше осведомлены о состоянии дел в управляемом фонде. Неудивительно, что одна из первых обзорных статей, посвященных правовому положению инвестиционных фондов, называлась,

насколько я помню, «Инвестиционные фонды: исследование корпоративного инцеста»¹⁶³.

Профессия превращается в бизнес

Инцестуозная структура управления стала нормой почти с момента возникновения инвестиционных фондов как отрасли в 1924 г. Несмотря на благородную преамбулу, в которой провозглашается примат интересов акционеров и пайщиков фондов, закон 1940 г. об инвестиционных компаниях кодифицировал структуру отрасли. Впрочем, этот закон допускал и иную структуру управления, при которой фонды могли работать на основе фактических расходов. Собственно говоря, самый первый инвестиционный фонд, Massachusetts Investors Trust (MIT), созданный в 1924 г. как трест, сохранил своих членов правления и сотрудников, а в деле распространения своих акций полагался на постороннюю фирму, которая выполняла распространение акций через своих брокеров¹⁶⁴. Инцестная структура отрасли,

¹⁶³ Хотя я хорошо помню суть этой написанной 44 года назад статьи, название статьи я помню неточно. В действительности эта статья назвалась так: The Mutual Fund and Its Management Company: An Analysis of Business Incest // The Yale Law Journal. 1961. November. Vol. 71. No. 1. P. 137 – 157.

¹⁶⁴ Я называю эту структуру «модель фонда Альфа» (первоначальная модель). MIT отказалась от этой модели в 1969 г., отдав предпочтение преобладавшей структуре холдинговой управляющей компании. Эту вторую модель я называю «модель фонда Омега» (завершающая модель). В настоящее время эта модель стала универсальной. Модели Альфа придерживается только одна компания – The Vanguard Group. В примере 8.1 приведена краткая, но поучительная история этих двух структур.

разрешенная указанным законом, сделала возможной трансформацию отрасли и способствовала ей. Инвестиционные фонды, некогда бывшие профессией с элементами бизнеса, стали бизнесом с элементами профессии.

Первая сила: общество «итоговых показателей прибыльности»

Этой трансформации способствовали три основных силы. Первой из них, конечно же, стали общественные изменения, охарактеризованные в главе 1 как развитие общества «итоговых показателей прибыльности». Фраза «Каковы итоговые показатели?» стала не просто вызывающим раздражением принципом, применяемым узко мыслящими представителями мира бизнеса и инвестирования, а абстракцией, раскрывающей суть американского общества, которое ставит деньги выше достижений, измеряет человеческое достоинство тем, сколько люди зарабатывают и тратят. Разрушается тот добродетельный круг взаимного доверия, от которого так сильно зависят долгосрочные перспективы американского общества.

ПРИМЕР 8.1

Альфа и Омега: сравнение двух моделей инвестиционных фондов

Как отрасль американские инвестиционные фонды возникли с образованием первого паевого инвестиционного фонда Massachusetts Investors Trust (MIT) 21 марта 1924 г. Это был действительно паевой инвестиционный фонд, который был организован и работал под управлением членов своего совета директоров, а не под управлением отдельной компании, имевшей собственные коммерческие интересы. Эту

первоначальную модель инвестиционного фонда, модель Альфа, быстро затмила ныне господствующая модель Омега, представляющая совершенно иной образ действия, который охватывает не только отдельные фонды, но и комплексы фондов. В модели Омега управление фондами осуществляют не советы директоров самих этих фондов, а внешние управляющие компании. Хотя эта модель ныне преобладает, она не должна быть завершающей стадией развития инвестиционных фондов. Структура Омега служит интересам управляющих фондами, но оказывает дурную услугу «общему национальному интересу и интересам инвесторов», служить которым обязывает закон 1940 г. об инвестиционных компаниях.

MIT: путь от Альфы до Омеги

Пример MIT позволяет измерить то, что происходит при смене модели. В 1969 г. MIT и родственные ему фонды отказались от модели Альфа и перешли к модели Омега.

При модели Альфа MIT добился замечательных успехов. До 1975 г. MIT был крупнейшим в отрасли фондом, работавшим с акциями. В течение поразительно долгого времени, целого полувека, MIT сохранял свое превосходство, основанное отчасти на том, что его расходы были самыми низкими в отрасли. Коэффициент расходов фонда в 1969 г. составлял ничтожно малую величину — 0,19%. MIT был фондом, руководители которого стремились управлять активами на благо инвесторов, избегая торгашества. Портфель фонда был хорошо диверсифицирован, а средства фонда были инвестированы на долгие сроки. Фонд придерживался собственных высоких стандартов и процветал, будучи историей успеха,

подтверждавшей мысль о том, что модель Альфа работоспособна.

Затем, в 1969 г., MIT перестал быть паевым инвестиционным фондом и стал одним из многих фондов, принявших обычную структуру внешнего управления. Расходы, ложившиеся на акционеров, резко возросли. Коэффициент расходов фонда, равнявшийся в 1969 г. 0,19%, неоднократно удваивался, пока в 2003 г. не достиг значения 1,22%. Учитывая обратную зависимость, которая, как мы теперь знаем, существует между расходами и доходами, неудивительно, что эффективность инвестиционной деятельности фонда снижалась параллельно росту расходов. Этот образующий прототип инвестиционный фонд, средства которого хорошо диверсифицированы в первоклассные акции примерно сотни ведущих компаний, продолжал приносить своим акционерам доходы, которые близко соответствовали движениям Индекса акций Standard & Poor's 500, но систематически отставали от динамики этого индекса. Но хотя MIT обеспечивал годовые доходы на уровне 91% указанного индекса на протяжении 45 лет, в течение которых фонд следовал модели Альфа, на протяжении 34 лет, в течение которых в фонде господствует модель Омега, фонд обеспечивает доходность на уровне всего лишь 86% указанного выше индекса.

Резко возросшие расходы и определенно снизившиеся доходы инвесторов фонда при модели Омега удушили рост фонда. В 1969 г. на группу фондов Massachusetts Financial Services (основателем которой был MIT) приходилось 7% активов всех инвестиционных фондов. Сегодня эта группа фондов контролирует всего лишь 1% активов инвестиционных фондов. Таким образом, доля

группы MFS поразительным образом сократилась на 8%.

Vanguard: от Омеги до Альфы

В то время как MFS в 1969 г. перешла к предусматривающей внешнее управление модели Омега, другая фирма создавала условия для того, чтобы двинуться в прямо противоположном направлении. Всего лишь через несколько лет после перехода MFS к модели Омега в группе фондов Wellington, управляемой Wellington Management Company, стали задумываться о том, является ли структура Омега оптимальной для ее пайщиков и акционеров.

Проведя глубокое исследование, директора фондов решили образовать новую дочернюю компанию, фактически принадлежащую самим фондам и занимающуюся управлением делами фондов на основе реальных расходов. Новая компания, получившая название The Vanguard Group, была создана 24 сентября 1974 г. Вскоре после этого был сделан первый шаг к полному переходу к модели Альфа, при которой The Vanguard Group занялась и распространением, и управлением инвестициями.

Vanguard, управляемая исключительно в интересах собственников фондов, расцвела. Коэффициент ее расходов, в 1975 г. составлявший в среднем 0,66%, к 2004 г. сократился более чем на 60%, дойдя до 0,23%. Благодаря этим более низким расходам и тому, что директора Vanguard диктовали изменения инвестиционной стратегии Wellington Fund, флагманского фонда группы, акционеры группы получили соответствующее сокращению расходов увеличение доходов. В 1944–1974 гг., когда в группе фондов Wellington господствовала модель Омега, акционеры фондов

ежегодно получали доход, составлявший только 75% доходности по индексу, включающему облигации и акции. За последующие 30 лет при модели Альфа Wellington Fund обеспечивал своим акционерам доход на уровне 107% от указанного индекса. Так фонду удалось добиться примечательного перелома, который обогатил его акционеров.

Этот профессиональный успех дополнял и коммерческий успех. С 1961 по 1984 г., когда фонд работал главным образом под эгидой Wellington Management Company, доля фонда в активах всех инвестиционных фондов сократилась с 6,7% до 1,7%, а впоследствии под руководством Vanguard Group доля фонда в совокупных активах всех инвестиционных фондов возросла почти до 11%. Позитивный поворот, даже более впечатляющих масштабов, чем падение доли MFS!

Несмотря на существенное увеличение доли рынка, контролируемой Vanguard, практикуемая Vanguard модель Альфа остается уникальной в отрасли. Почему? Потому, что успех Vanguard измерялся увеличением доходов, которые получают собственники фондов, а не увеличением доходов, получаемых управляющими фондов. Несмотря на рост расходов MFS, снижение эффективности работы этой группы и сокращение ее доли рынка, собственники-менеджеры MFS получили гигантские финансовые прибыли, которые только в 1999–2003 гг. превысили 1 млрд долл.¹⁶⁵

Это вырождение вряд ли ограничивается инвестиционными фондами. Его проявления обнаруживаются во всех аспектах жизни американского общества по мере того, как одна профессия за другой определяет качество,

¹⁶⁵ В 1982 г. MFS была приобретена SunLife of Canada, которая с тех пор и владеет MFS.

характеристики и критерии сферы своей деятельности. В течение моей более чем полувековой карьеры в инвестиционной отрасли я был свидетелем того, как инвестиционная деятельность превращалась из управления инвестициями в маркетинг продуктов. Тот же самый переход произошел, хотя и совершенно иначе, в медицине, где человеческие заботы попечителей и человеческие потребности пациентов подавлены коммерческими финансовыми интересами гигантского американского медицинского комплекса, включающего больницы, страховые компании, производителей лекарственных препаратов, специалистов по маркетингу этих препаратов и организации медицинского обеспечения.

В этой связи отметим, что в бухгалтерско-аудиторской деятельности возобладали интересы консалтинга, а в журналистике интересы «государства» (т.е. публикации) все сильнее берут верх над интересами «церкви» (т.е. редактирования). Отметим, что и в праве, и в архитектуре усиливается дух коммерции, размывший традиционные стандарты поведения. В общем, отношения профессионалов с клиентами все более переформируются в деловые отношения с клиентами. В мире, где любого пользователя услуг рассматривают как потребителя, любой поставщик услуг превращается в продавца. А если поставщик становится молотом, потребитель становится гвоздем, который надо забить.

Пожалуйста, не считайте меня наивным. Я вполне отчетливо понимаю, что в каждой профессии есть элементы бизнеса. Действительно, если доходы не превышают расходов, ни одной организации, даже самым благородным образом руководствующейся идеалами, долго не просуществовать. Но по мере того, как самые

выдающиеся, традиционно пользовавшиеся доверием профессии Америки (включая попечительство, медицину, бухгалтерский учет, журналистику, право и архитектуру) постепенно изменяют свой традиционный баланс в пользу коммерческих соображений, люди, полагающиеся на эти профессиональные услуги, проигрывают.

К концу 2003 г. Роджер Ловенстайн сделал сходное наблюдение и оплакал утрату «кальвинистской нравственности», коренившейся в «исходивших из Старого Света идей добросовестности, морали и непреклонной верности клиенту»¹⁶⁶. «Профессии в Америке, – писал Ловенстайн, – подверглись настолько полной коммерциализации, что бухгалтерские фирмы спонсируют турниры по гольфу» (Ловенстайн вполне мог добавить: управляющие инвестиционных фондов не только делают то же самое, но и приобретают права на присвоение своих названий стадионам). «Битву за независимость никогда не выиграть», – заключает Ловенстайн. Также обстоят дела и с борьбой за доверительное управление деньгами других людей.

Вторая сила: большой бизнес и предпринимательство

Второй крупной силой, играющей роль в трансформации отрасли, стало превращение инвестиционных фондов в «большой бизнес». Количественный рост контролируемых инвестиционными фондами активов с 2 млрд долл. в 1950 г. до 8 трлн долл. в 2005 г. – одновременно и причина, и следствие смещения главной задачи отрасли со служения интересам собственников на

¹⁶⁶ Lowenstein R. The Pursuit // New York Times Magazine. 2003. December 28. P. 44.

агрессивный сбыт услуг. Для крошечной отрасли, за рождением которой в 1924 г. вскоре последовали тяжелые времена Великой депрессии и Второй мировой войны, служение интересам собственников-инвесторов казалось самым главным. Но в последовавшие благополучные времена, в эру почти непрерывного экономического процветания, стратегией успеха стало умение продавать услуги. Самой мощной силой, обусловившей изменение, было появление управления инвестиционными фондами как одного из самых прибыльных видов бизнеса в Америке. Предприниматели могли делать большие деньги на управлении инвестиционными фондами.

В 1958 г. начала меняться вся динамика предпринимательства в инвестиционной отрасли, и вектор этих перемен оказался неблагоприятным для акционеров инвестиционных фондов. В первые годы существования отрасли фондами управляли мелкие, частные профессиональные фирмы, которые могли получать весьма небольшие прибыли, но не могли капитализировать эти прибыли, продавая участие в фондах посторонним инвесторам. Комиссия по ценным бумагам и биржам настаивала на том, что продажа управляющей компании является продажей фидуциарного учреждения и что прибыли, полученные управляющими от такой продажи, — это незаконное присвоение активов фондов. Комиссия по ценным бумагам и биржам опасалась того, что если разрешить такие продажи, то за этим последует «торговля» контрактами на оказание консалтинговых услуг, что станет страшным злоупотреблением доверием, которое собственники фондов оказывают управляющим.

Но против Комиссии по ценным бумагам и биржам выступила одна из калифорнийских управляющих компаний. В последующем судебном процессе Комиссия проиграла. К концу 1958 г.

законодательная стена, которая препятствовала акционерной собственности на управляющие компании с момента возникновения отрасли 34 годами ранее, рухнула. Последовала волна первоначальных публичных предложений. На рынке быстро появились акции десятков управляющих компаний. Инвесторы покупали акции этих компаний по той же причине, по которой они покупали акции Microsoft и IBM (или, скажем, Enron): инвесторы полагали, что доходы этих компаний будут расти, а вместе с этим возрастут и цены на купленные ими акции. Главной сценой для отрасли инвестиционных фондов быстро стал рост бизнеса.

Наблюдая за этим сдвигом, экономист и нобелевский лауреат Пол Самуэльсон в 1967 г. сделал язвительное обобщение: «Как у непьющих в значном заведении, в отрасли инвестиционных фондов есть единственное место, где можно делать деньги, и это место за стойкой, а не перед ней... Поэтому я вложил деньги в управляющие компании»¹⁶⁷. Когда Самуэльсон понял, что акционерная собственность на управляющие компании станет не только благодеянием для управляющих, стоящих, так сказать, за стойкой, но и пагубой для собственников фондов, наслаждающихся выпивкой по другую сторону стойки, он проявил больше мудрости, чем, возможно, воображал.

Несмотря на то, что я был инсайдером отрасли, с 1967 по 1974 г. являясь президентом Wellington Management Company, управляющей компании, которая стала акционерной еще в 1960 г., я разделял догадку Самуэльсона с чувством сильной тревоги. Эту тревогу я выразил в речи,

¹⁶⁷ Цит. по: Notre Dame Lawyer. June 1969. Vol.44. No. 5. P.918.

произнесенной перед моими старшими партнерами, сказав: «С учетом всех обстоятельств замечу, что профессиональным предприятиям нежелательно иметь акционеров. Это ограничение столь же применимо к финансовым управляющим, как и к врачам, или юристам, или бухгалтерам, или архитекторам. В их случае (как и в нашем) трудно понять, каков уникальный вклад, который вносят акционеры в предприятие. Акционеры не увеличивают капитал, не привносят опыта или навыков и не способствуют благоденствию наших клиентов. И действительно, можно вообразить обстоятельства, при которых давление доходов и рост доходов, порожденные акционерной собственностью, противоположны ответственному управлению профессиональной организацией»¹⁶⁸. Так оно и оказалось.

Вовсе не хочу сказать, что я обладал даром совершенного предвидения. Напротив, моя мысль была всего лишь признанием очевидного: в инвестиционных фондах как в отрасли возникла структура, которая должна была благоприятствовать интересам управляющих за счет интересов собственников-инвесторов, что прямо противоречит целям, провозглашенным в законе 1940 г.

Третья сила: управляющие фондами превращаются в дочерние предприятия

Третьей важной силой, способствовавшей трансформации отрасли, но остающейся при этом непризнанной, стал усиливающийся контроль крупных финансовых конгломератов над компаниями, управляющими инвестиционными фондами. По мере

¹⁶⁸ Bogle J. C. Deliverance. Speech before Wellington Management Company's Partners. Boston: Wellington Management Company, 1971. September 9.

того как концепция акционерных управляющих компаний завоевывала признание, а доходы действительно демонстрировали существенный рост, гигантские банки и страховые компании, стремившиеся воспользоваться новой возможностью для проникновения в выгодный бизнес инвестиционных фондов, начали покупать управляющие фондами компании, зачастую уплачивая за них во много раз больше их балансовой стоимости (эти же конгломераты проявляли ненасытный аппетит к частным управляющим фирмам). Только за последнее десятилетие было куплено по меньшей мере 40 компаний, управляющих инвестиционными фондами. Действительно, собственность на некоторые фонды фактически перешла от одних владельцев к другим, причем это происходило неоднократно, что породило ту самую «торговлю», которая 50 годами ранее вызвала обоснованную озабоченность Комиссии по ценным бумагам и биржам. В настоящее время из 50 крупнейших компаний, управляющих фондами, лишь 8 остаются частными предприятиями. К ним можно добавить принадлежащую пайщикам Vanguard. 41 управляющая фирма стала акционерной. 6 из них принадлежат непосредственно инвесторам-акционерам и 35 — гигантским финансовым конгломератам. 22 из этих дочерних управляющих компаний владеют американские банки и страховые компании, 6 — крупные брокерские фирмы и 7 — иностранные финансовые институты (23 из этих фирм включены в перечень институциональных управляющих, который представлен выше в таблице 4.2).

Если корпорация приобретает какую-то компанию, при этом неважно, занимается эта компания управлением фондами или нет, она ожидает получить определенную минимальную норму

прибыли на вложенный в приобретение капитал. Если стоимость приобретения управляющей компании составила, скажем, 1 млрд долл., а «минимальная норма прибыли», ожидаемая покупателем, равна 12%, покупатель потребует ежегодных доходов, равных по меньшей мере 120 млн долл. В период «бычьей» конъюнктуры получение таких доходов, возможно, не составит особого труда для управляющей компании. Но можно ожидать, что с наступлением медвежьей конъюнктуры головная организация предпримет следующие меры:

- 1) сохранит существующие ставки платежей за управление или даже повысит их;

- 2) введет новые виды платежей вроде сборов за распространение;

- 3) резко урежет расходы на управление или даже

- 4) выведет свой капитал, продав управляющую компанию другому собственнику, постаравшись извлечь из такой продажи прибыль.

Превращение отрасли инвестиционных фондов из профессии в бизнес было определено ускорено сдвигом, произошедшим в контроле над значительной частью отрасли. Этот контроль сначала перешел от частных компаний акционерным компаниям, а затем от независимых фирм к дочерним подразделениям финансовых конгломератов. Ошеломляющие объемы управляемых активов, возникшие в результате всех этих комбинаций и часто объединяющие под одной крышей сотни миллиардов долларов, явным образом служат интересам управляющих фондами. С ростом величины управляемых активов пришли и растущие вознаграждения, которые помогли финансировать высокие расходы на завоевание доли рынка, и способность продавать «бренды» комплексов фондов по всей стране.

С другой стороны, концентрация вряд ли пошла на пользу собственникам фондов. Гигантские масштабы и стремление к растущим прибылям едва ли сделали процесс управления средствами более эффективным, не привели к снижению расходов инвесторов и не вернули отрасль к первоначальной миссии служения инвесторам и добросовестного управления их деньгами.

Не улучшили перемены и доходы инвесторов. В сущности, произошло нечто обратное. Данные свидетельствуют о том, что фонды, управляемые финансовыми конгломератами, приносят определенно более низкие доходы по сравнению с доходами фондов, управляемых частными компаниями. Например, исследование, подготовленное для Fidelity Investments на основе данных Morningstar, установило рейтинг эффективности фондов, управляемых 54 крупнейшими в отрасли компаниями, по сравнению с аналогичными показателями сопоставимых компаний на протяжении десятилетия, закончившегося в 2003 г. Результаты этого исследования ошеломляют. Все 8 компаний из группы фондов с максимальной эффективностью были частными компаниями, а все 10 управляющих компаний, продемонстрировавших минимальную эффективность, были акционерными компаниями (см. таблицу 8.1). Из 34 фирм, занявших нижние ступени рейтинга, лишь 2 были частными. 32 были акционерными, из них 30 принадлежали конгломератам. Трудно представить более ясное подтверждение теории о том, что акционерная собственность противоположна отпавлению фидуциарных обязанностей.

ТАБЛИЦА 8.1

Средняя для 54 крупнейших фирм эффективность инвестиционного фонда: сравнение частных и акционерных фирм

10 лучших фирм		10 худших фирм	
Группа фондов	Форма собственности/организации	Группа фондов	Форма собственности/организации
Dodge & Cox	частная	J.P.Morgan	акционерная
First Eagle	частная	Pioneer	акционерная
Calamos	частная	BlackRock	акционерная
So.Eastern/Longleaf	частная	American Express	акционерная
Royce	частная	Nations Funds	акционерная
American Funds	частная	Aim	акционерная
Harris Associates	частная	Merrill Lynch	акционерная
Vanguard	частная	Trusco Capital	акционерная
PIMCO	акционерная	Delaware	акционерная
T. Rowe Price	акционерная	Strong	акционерная

Рейтинг эффективности	
Частные фирмы (13)	71%
Акционерные фирмы (41)	47%

Мы сбиваемся с пути

Становление общества «итоговых показателей прибыли», разбухающая прибыльность управления инвестиционными фондами и сдвиг от частной собственности управляющих к акционерной собственности и затем к собственности конгломератов — все это, вместе взятое, составило превращение инвестиционной отрасли из профессии в бизнес и породило новую отрасль инвестиционных фондов, отрасль, которая явно сбилась с пути. В иерархии господствующих в отрасли ценностей ныне доминируют умение сбыть продукт, маркетинг и интересы управляющих. Защита интересов инвесторов и разумное управление их средствами занимают подчиненное место. Все эти процессы произошли в результате того, что независимые директора фондов, по-видимому, не в состоянии повлиять на ход дел. Хотя закон по-прежнему обязывает независимых директоров защищать интересы собственников-инвесторов, структура отрасли, ставящая управляющих фондами в командное положение, обрекает директоров на бессилие.

Давайте рассмотрим всего лишь пять проявлений этого полномасштабного изменения вектора развития отрасли и то, как эти проявления способствовали уходу Америки инвестиционных фондов с пути истинного.

1. Сосредоточенность на широкой линейке продуктов фондов, многие из которых являются фондами, инвестирующими в акции и работающими с непропорционально высоким риском.

2. Вытеснение традиционных, консервативных методов управления и замена старых методов методами агрессивных управляющих частными портфелями, методами, характерными для «системы звезд».

3. Сужение временных горизонтов, отражением которого стала возросшая интенсивность оборота портфелей фондов.

4. Упрямое нежелание признать существование пределов, внутренне присущих сумме активов, которыми можно эффективно управлять, и действовать на основании этого признания.

5. Быстрое создание новых фондов в соответствии со спросом и столь же быстрая ликвидация фондов, не пользующихся спросом.

«Линейка продуктов»

Когда 54 года назад я пришел в отрасль инвестиционных фондов, эти фонды делали акцент на разумном управлении. Агрессивному маркетингу еще предстояло поднять свою уродливую голову. Это была крошечная отрасль, контролировавшая активы на сумму примерно 2 млрд долл. Тогда существовало всего 75 паевых инвестиционных фондов. 66 из них были, в сущности, фондами смешанных инвестиций с высокой капитализацией, владевшими хорошо диверсифицированными портфелями первоклассных акций и обеспечивавшими

доходы, которые, в общем, соответствовали доходности самого фондового рынка, измеряемого Индексом Standard & Poor's 500. Управляющие фондами компании управляли по большей части всего лишь одним фондом, который занимался либо инвестициями в акции, либо сбалансированными инвестициями, но никогда не занимался и тем и другим (в те дни эти две группы фондов редко братались). Короче говоря, это была отрасль, в которой мы продавали то, что производили.

И как все изменилось за полвека! Сегодня существуют 4400 фондов, инвестирующих в акции. Эти фонды контролируют активы, в совокупности равные 4 трлн долл. Но из 4204 фондов только 579 достаточно велики для того, чтобы попасть в базу данных Morningstar и походить на фонды смешанных инвестиций с высокой капитализацией, которые были характерны для былых времен, когда фонды работали с первоклассными акциями компаний, пользующихся высокой репутацией. В остальные 3625 фондов входят 2484 диверсифицированных фонда, инвестирующих в один из других 8 типов фондов и делающих ставки, которые совершенно отвлечены от доходности, обеспечиваемой рынком по растущим акциям компаний с большой капитализацией, или по акциям компаний со средней капитализацией и устойчивой минимальной стоимостью, или по акциям и облигациям компаний со средней капитализацией¹⁶⁹. Еще 455 фондов инвестируют в специализированные сегменты

¹⁶⁹ Девять категорий фондов выделены на основании таблицы, на вертикальной оси которой указана величина компаний, акции которых находятся в портфеле фонда (компании с высокой, средней или малой капитализацией), а на горизонтальной оси обозначен стиль инвестиций (в растущие акции, в акции и облигации или в устойчивые акции).

промышленности, самыми популярными примерами которых являются (или являлись!) технологические, телекоммуникационные и компьютерные компании. А 686 фондов — это «международные» фонды, причудливое название, применяемое главным образом к фондам, инвестирующим в разнообразные зарубежные рынки, хотя порой такое инвестирование осуществляется под прикрытием компаний, базирующихся в США. В общем, эти другие категории фондов инвестируют с намного большей долей риска, чем ориентированные на рынок фонды былых времен.

В 1950 г. инвестор мог бросить дротик в маленький список фондов и в девяти случаях из десяти выбрать таким незатейливым и ненаучным способом фонд, обеспечивавший доходность на уровне доходности рынка. Сегодня шансы инвестора получить такую доходность сократились до одного к семи. К лучшему или к худшему, но ныне бал правит выбор. Выбор инвестиционных фондов стал своего рода искусством, а инвестор несет бремя рисков, сопряженных с выбором.

Заслуживает упоминания один важный контраст. Хотя неуправляемые индексные фонды, в сущности представляющие весь фондовый рынок через индексы Dow Jones, Wilshire Total Stock Market Index или Standard & Poor's 500, возникли лишь в 1975 г., инвесторы приветствовали их появление. Обеспечивающие энную степень диверсификации, эти индексные фонды ныне представляют 1/7 активов фондов, инвестирующих в акции, и с 2000 г. более 1/3 притока наличности фондов, инвестирующих в акции, приходится именно на индексные фонды.

Хотя много лет назад большинство пайщиков и акционеров инвестиционных фондов участвовало в фондовом рынке через один фонд, в настоящее

время инвесторы, как правило, участвуют в трех, четырех и даже в большем количестве фондов. В сущности инвесторы создают диверсифицированные портфели фондов и управляющих. В зависимости от результатов сделанного инвестором выбора фондов и управляющих портфель инвестора, вероятно, принесет доходность, которая приблизительно будет соответствовать доходности фондового рынка, но это соответствие существует только до вычета расходов (разумеется, после вычета расходов доходность инвестиций резко снижается). Большинство современных управляющих заправляют фондами всех типов и ориентированных на любые цели, в том числе буквально десятками фондов, инвестирующих в акции и объединенных под одной крышей. 19 из 25 крупнейших управляющих компаний имеют в своей семье более чем 30 фондов, инвестирующих в акции. Так, группа Fidelity, ныне являющаяся рекордсменом по числу управляемых фондов, ведет дела 164 различных фондов, инвестирующих в акции.

По мере того, как в отрасли появлялись новые фонды, которые все больше ориентировались на эффективность и были спекулятивными, специализированными и концентрированными (фондами, все более действовавшими как отдельные акционерные компании), отрасль привлекала все больше инвесторов, которым, по-видимому, не были важны долгосрочные перспективы. (Как было отмечено выше, средний инвестор ныне владеет участием в фондах чуть больше четырех лет, что составляет сокращение среднего срока владения паем или акциями фондов, в 1950-х годах равнявшегося 16 годам, на 75%.) Поскольку старое заклинание «купи и держи» превратилось в заклинание «выбирай и подбирай», девизом отрасли стали слова «свобода выбора». «Супермаркеты

фондов» с их «открытой архитектурой», позволяющей инвесторам выбирать из базового списка, в который входят по три тысячи и более фондов, облегчили быстрый переход от одного продукта к другому в одной и той же торговой точке. (Скандально частое использование мною кавычек в этой книге – дань, пусть и печальная, триумфу заимствованной из маркетинга терминологии, в категориях которой отрасль ныне рассматривает себя.)

Хотя перемещать деньги стало легко, эти перемещения обходятся дорого. И все же, поскольку стоимость этих транзакций скрыта под видом вознаграждений за доступ, которые выплачивают этим супермаркетам за предоставленное ими «место на полке», она кажется не столь уж высокой. Эти вознаграждения выплачивают сами фонды и потому их выплачивают акционеры фондов как группа. В результате своп-фонды как будто бесплатны, что является молчаливым поощрением акционеров к совершению сделок между фондами. (Хотя попытки выбрать завтрашних победителей на основании вчерашних показателей эффективности их работы могут казаться теоретически привлекательными, данных, которые позволили бы предположить, что стратегия того или иного фонда успешна, не существует. Собственно говоря, данные, которыми располагают инвесторы, позволяют предположить обратное.) Расходы своп-фондов ложатся тяжелым бременем на доходы фондов, и эти расходы, сами того не зная, несут все инвесторы фондов, независимо от того, совершают ли они сделки или нет.

От инвестиционного комитета до портфельного управляющего

Огромные изменения в задачах и политике фондов сопровождались столь же огромными изменениями в способах управления инвестиционными фондами. Полвека назад крупными фондами управляли почти исключительно инвестиционные комитеты, но демонстрируемую мудрость коллективного управления вскоре вытеснило кажущееся великолепие индивидуумов. Динамичная эра середины 1960-х годов, а затем пузырь «новой экономики», надувшийся в конце 1990-х годов, дали американцам сотни все более агрессивных «фондов, ориентирующихся на эффективность», и новую игру, которая, казалось, требовала полной свободы личных талантов. Сам термин инвестиционный комитет практически исчез. Стандартом для отрасли стал портфельный управляющий, который превратился в образец для примерно 3387 фондов из включенных ныне в Morningstar 4204 инвестирующих в акции фондов. (807 фондами управляют менеджерские команды, состоящие главным образом из управляющих, руководящих несколькими разрозненными фрагментами более крупных портфелей. Управляющие 10 фондами не указаны.)

Наступление века портфельного управляющего, который занимает свое место до тех пор, пока демонстрирует эффективность, придало управлению фондами, которое прежде осуществляли тяжеловесные, ориентированные на достижение консенсуса инвестиционные комитеты, более предпринимательский, раскрепощенный, энергичный характер, в рамках которого к риску относились с меньшим предубеждением. Вскоре менеджеры, показавшие самые впечатляющие краткосрочные результаты, стали объектами энергичного

маркетинга, который проводили фирмы, где работали эти менеджеры. Их воспевали в СМИ, они становились звездами ток-шоу. Этим парней называли звездами, и постепенно возникла полноценная, развитая система звездной оценки менеджеров. Несколько портфельных управляющих (например, Питер Линч из Fidelity, Джон Нефф из Vanguard, Билл Миллер из Legg Mason) действительно были звездами, но большинство воспетых СМИ менеджеров неизбежным образом оказались кометами, лишь на мгновение осветившими небосвод инвестиционных фондов и затем сторевшими. Даже после опустошений, причиненных «медвежьим» рынком 2000–2002 гг., и несмотря на тот ошеломляющий факт, что средний срок пребывания управляющего фондом на должности теперь составляет всего лишь пять лет, система портфельных управляющих остается в основном неизменной, а постоянство и преемственность, обеспеченные новейшими инвестиционными комитетами, остаются всего лишь причудливым воспоминанием.

От инвестирования к спекуляциям

Возрастающее разнообразие фондов, предлагающих свои услуги инвесторам, пришествие более агрессивных фондов, переход от инвестиционных комитетов к портфельным управляющим и усиливающийся акцент на краткосрочных результатах оказали глубочайшее воздействие на стратегии, проводимые инвестиционными фондами. Наиболее очевидным образом это воздействие проявляется в стремительном росте оборота портфелей, что соответствует общему тренду институциональных инвестиций, который был рассмотрен в части I. В 1950 г. управляющие инвестиционных фондов не

болтали о долгосрочном инвестировании — они занимались долгосрочным инвестированием. Но за последующие полвека этот основной принцип был поставлен с ног на голову, и в повестку дня вошли краткосрочные спекуляции.

Ориентация на долгосрочные инвестиции поддерживала фонды так долго, как могла. В период с 1945 по 1965 г. ежегодный оборот портфеля фондов, инвестирующих в акции, составлял в среднем устойчивые 17%, что позволяет предположить, что средний фонд держал приобретенные ценные бумаги в своем портфеле в среднем в течение примерно 6 лет. Но затем оборот стал постоянно нарастать, и теперь средний портфель инвестиционного фонда составляет около 110% в год. Это означает, что средний инвестиционный фонд держит акции в своем портфеле всего лишь 11 месяцев. Сравните этот срок со стандартным, державшимся много десятилетий сроком в 6 лет.

Хотя выше я уже обсуждал этот вопрос, важно подчеркнуть, что темпы оборота не рассказывают всю историю о роли, которую играет портфельная активность инвестиционных фондов. По принятому в отрасли определению оборот фонда основан на разности портфельных приобретений и портфельных продаж, выраженной в процентах от средней стоимости активов. Таким образом, при темпах оборота в 100% современный управляющий портфелем стоимостью в 1 млрд долл., имеющимся у фонда, инвестирующего в акции, должен за один год продать акций на 1 млрд долл., а затем вложить этот миллиард в другие акции. Итого управляющий портфелем совершает сделки на 2 млрд долл. Несмотря на то, что на более конкурентных, становящихся все более компьютеризованными рынках транзакционные издержки на единицу товара

весьма существенно снизились, невозможно, однако, представить, чтобы современные, возросшие уровни оборота, в котором сделки частенько заключают конкурирующие друг с другом фонды, могут дать чистую прибыль акционерам фондов как группе. Долларовые же эквиваленты этих сделок колоссальны. В 2004 г. инвестирующие в акции фонды, владевшие активами, стоимость которых в среднем равнялась 3,9 трлн долл., совершили портфельные сделки общей стоимостью 4,6 трлн долл. Фонды продали акций на 2,2 трлн долл. и приобрели акций на 2,4 трлн долл., причем многие из этих сделок попросту отражали передачу одной позиции по акциям от одного фонда другому. Эти данные указывают на то, что соотнесенные с активами темпы оборота составляют 56%, и эти темпы возрастают примерно до 65% у активно управляемых фондов (в этом случае из расчетов исключены индексные фонды, обороты которых невелики). Учитывая расходы на эти транзакции, невозможно представить, чтобы миллионы собственников-инвесторов, рассматриваемых как группа, могли получить какую-то чистую прибыль.

Если сохранение ценных бумаг в портфеле в течение 6 лет можно охарактеризовать как долгосрочное инвестирование, а сохранение ценных бумаг в портфеле в течение 11 месяцев можно назвать краткосрочной спекуляцией, то ныне типичный управляющий инвестиционным фондом более не является инвестором. Этот управляющий — спекулянт. Но толпа таких специалистов наслаждается порожденным этими изменениями широким диапазоном эффективности, ибо в каждом большом семействе инвестиционных фондов, по-видимому, всегда есть хотя бы несколько фондов, которые вроде бы демонстрируют высокую

эффективность. При этом за скобки выносятся тот факт, что многие инвесторы, клюнувшие на приманку и вложившие деньги до того, как эти высокие эффективности посыпались, на самом деле несут убытки.

Соединение идеи о том, что фонды сродни акциям, которые следует держать в постоянно обновляющемся портфеле, и развития фондов, следующих стратегиям, которые ориентированы не на долгосрочное инвестирование, а на краткосрочные спекуляции, загнало отрасль в то незавидное положение, в котором она ныне и пребывает. Конечно, вряд ли самих инвесторов можно считать безвинными жертвами такого положения дел, ибо от инвесторов не требуют приобретать то, что отрасль хочет продать. К тому же отрасль не может управлять приобретениями инвесторов. Алчность инвесторов вышла на первый план во время недавней рыночной лихорадки, особенно во время обвала фондового рынка, «новой экономики» и краха нового тысячелетия.

Ежедневные, даже моментальные колебания котировок освещались в газетах и электронных СМИ и занимали умы инвесторов, которые в иных обстоятельствах вели себя вполне рационально. В пылу погони за успешными фондами, зависти к доходам, которые получают другие инвесторы, и стремления к достижению легкого богатства без замеченного риска инвесторы утратили перспективу. Да, собственники фондов дорого заплатили за свою глупость, но управляющие фондами должны были иметь какое-то понимание того, что, как гласит закон Сэя, предложение само порождает спрос. Учитывая экономику инвестиционной отрасли, отрасль не особенно

сопротивлялась искушению предложить рынку все, что пользовалось бы на нем спросом.

Ничто не губит так, как успех

По мере увеличения активов активно управляемых фондов возрастали и сложности осуществления этими фондами их инвестиционных стратегий. А когда активы стали увеличиваться по экспоненте, по экспоненте начали возрастать и стратегические трудности. Во-первых, количество акций, из которых портфельные управляющие могут делать выбор, сокращается. (У фонда с активами на 1 млрд долл. была возможность делать выбор из 2 500 различных акций, а у фонда с активами на 20 млрд долл. возможности выбирать ограничены, возможно, 250 акциями¹⁷⁰.) Во-вторых, портфельные транзакции имеют свойство становиться все более дорогостоящими по мере увеличения или уменьшения среднего размера сделки, что ограничивает (к лучшему или к худшему) способность портфельного управляющего действовать в соответствии с колебаниями цен и изменениями оценки стоимости корпораций.

Наконец, эти лимиты все больше приближают растущие доходы инвестиционного фонда к доходам, которые обеспечивает фондовый рынок. Как только

¹⁷⁰ Например, у фонда с активами на 1 млрд долл. стоимость пятипроцентного пакета составит 50 млн долл. Но у фонда с активами на 20 млрд долл. стоимость такого же пакета составит 1 млрд долл. Далее, пятипроцентный пакет составит более 10% акций любой компании с рыночной капитализацией менее 10 млрд долл. Приобретение (или продажа) столь крупного пакета обойдется дорого и потребует много времени. Из примерно 6000 торгуемых на бирже акций американских компаний лишь около 250 имеют рыночную капитализацию свыше 10 млрд долл.

инвесторы закачивают деньги в фонды, прошлые показатели которых позволяют предположить, что управляющие этих фондов способны генерировать более высокие доходы, эти более высокие доходы неизбежным образом рассеиваются. Акционеров фондов «ничто не губит так, как успех». Но хотя гигантские масштабы – отравя для инвесторов, стремящихся к максимальным доходам, для личных доходов управляющих это поистине золотая жила и благоденствие. Исключительный рост порождает исключительно высокие вознаграждения за управление, и управляющие изрядно обогащаются. Конфликт между интересами собственников-инвесторов и интересами управляющих, заданный величиной фондов (см. пример 8.2), не может достичь большей остроты.

Таким образом, лишь в очень редких случаях управляющие набираются мужества для того, чтобы закрыть свои фонды для притока новых инвестиций. Сблaзн получить большие вознаграждения толкает фирмы к тому, чтобы разрешать своим фондам перерастать пределы, за которыми ими можно эффективно управлять, и фактически зачастую поощряет такое перерастание. Мимолетный позыв служить собственнику-инвестору подавляется. В настоящее время лишь 32 из 3 570 существующих фондов, инвестирующих в акции американских компаний, полностью закрыты для притока нового капитала, и еще 184 фонда (всего лишь 5% от общего количества фондов) закрыты для новых инвесторов. Даже в отрасли, в которой средняя база активов 50 крупнейших инвестирующих в акции фондов за десятилетие выросла с 1,7 млрд долл. до 32,7 млрд долл., закрытие фондов остается редким явлением. Главенствующим, определяющим мотивом является заинтересованность менеджеров в получении все более высоких вознаграждений, и

эта заинтересованность перевешивает заинтересованность акционера-инвестора в получении устойчивых доходов, превосходящих среднерыночные. Для управляющего фондом «ничто не может быть успешнее успеха».

ПРИМЕР 8.2

Взаимосвязь размеров и эффективности фонда: на примере фонда Magellan

Входящий в группу Fidelity фонд Magellan дает классический пример взаимосвязи размеров и эффективности фондов. В первые годы своего существования Magellan демонстрировал удивительно высокую эффективность: с 1978 по 1983 г. эффективность работы этого фонда превосходила индекс Standard & Poor's 500 в среднем на заметные 26 процентных пункта в год. Даже после того, как активы этого фонда выросли с каких-то 22 млн долл. до 1,6 млрд долл., годовые доходы фонда оставались намного выше рыночных, с 1984 по 1994 г. в среднем на 3,5 процентных пункта в год, превышая доходность индекса Standard & Poor's 500. К тому моменту активы фонда выросли до умопомрачительных 31 млрд долл. (в конце концов стоимость активов фонда достигла 110 млрд долл.), но тут чрезмерные доходы резко прекратились. В течение 8 из последующих 11 лет Magellan обеспечивал доходность, которая отставала от доходности индекса Standard & Poor's 500 в среднем на 2,1 процентного пункта в год. Это стало неправдоподобным поворотом вспять удаче, которой ранее на протяжении нескольких десятилетий наслаждались инвесторы фонда.

Строго синхронно с увеличением активов фонда возрастали и расходы акционеров фонда на управление. В 1978 г. вознаграждения управляющих

и расходы фонда составляли 400 тыс. долл., в 1984 г. — 17 млн долл., в 1991 г. — 166 млн долл., в 1996 г. — уже 500 млн долл., в 2001 г. — 763 млн долл. В первые годы существования фонда за большие доходы управляющие получали невысокие вознаграждения, а впоследствии получали огромные вознаграждения за снижающиеся доходы. Рост активов фонда был источником наживы для управляющих, но для собственников-инвесторов обернулся катастрофой.

Далее, чем крупнее становился фонд, тем больше он начинал напоминать индексный фонд. В 1978–1982 гг. доходность по индексу S&P на 82% объясняла доходность фонда Magellan. А в 1997–2004 г. доходность фонда объяснялась доходностью указанного индекса уже на 97%, причем с 2000 г. доходность фонда объясняется доходностью по индексу S&P уже на поразительные 99%. В сущности, фонд превратился в дорогой фонд, ориентированный на индекс Standard & Poor's 500. Я вовсе не утверждаю, что это — плохое изменение (в конце концов, я и сам инвестор, ориентирующийся на индексы). Однако я утверждаю, что 5,3 млрд долл. (а такова общая сумма, выплаченная инвесторами в виде вознаграждений и расходов), которые уплачены собственниками-инвесторами фонда Magellan за последнее десятилетие, составляют пустую растрату активов фонда. С точки зрения инвесторов, которые несут эти расходы, такие вознаграждения явно абсурдны. Однако с точки зрения управляющих, которые обирают инвесторов, такие вознаграждения — суть и душа рациональности. По-видимому, доводы управляющих звучат так: «Мы сделали фонд крупным, и даже если мы не можем более обеспечивать высокую доходность, мы заслуживаем того, чтобы нам платили за прошлые успехи».

Такая логика может апеллировать к управляющим фондов, но она оскорбительна для собственников-инвесторов.

Разумеется, в конце концов инвесторы начали реагировать на снижение эффективности фонда и рост его расходов. Инвесторы уходят из фонда группами. В 2000–2003 гг. они вывели из фонда 10 млрд долл., а с 2004 по март 2005 г. вывели еще 12 млрд долл. В настоящее время стоимость активов фонда равна 57 млрд долл., т.е. половине стоимости активов в период расцвета фонда. Впрочем, невозможно представить, чтобы фонд Magellan когда-нибудь в будущем хотя бы приблизится к поразительному успеху, которого фонд достиг более чем 20 лет назад.

Новые фонды возникают, старые фонды умирают

Отчасти чрезвычайное сжатие сроков, в течение которых инвесторы владеют акциями и паями фондов, можно объяснить изменением характера американских финансовых институтов, особенно в период раздувания и схлопывания пузыря на фондовом рынке 1997–2002 гг., а также оппортунизмом, доверчивостью инвесторов и их эмоциями, мешающими им достигать поставленных целей. Но инвестиционная отрасль, создающая новые, отвечающие на эфемерные причуды рынка фонды, также должна принять на себя значительную долю ответственности за нелепый выбор, сделанный столь многими инвесторами. Стоит повторить, что инвесторы заплатили высокую цену за отход инвестиционных фондов от освященного временем здравого принципа, гласящего «мы продаем то, что производим», к новому оппортунистическому принципу «мы производим то, что пользуется спросом». Этот новый принцип точно отражает страстное стремление фондов воспользоваться

самыми последними капризами рынка и извлечь из них выгоду.

Великий «бычий» рынок был важным фактором, способствовавшим превращению 1990-х годов в период, благоприятный для создания новых фондов. В течение этого десятилетия фонды как отрасль пережили бум рождаемости. Возникло около 1600 новых фондов, инвестирующих в акции, что привело к двукратному увеличению числа таких фондов. В начале 1990-х таких фондов было 722, в 12 раз больше тех 130 инвестирующих в акции фондов, которые в среднем появлялись в течение каждого десятилетия, т. е. в течение 50-х, 60-х и 70-х годов XX в. Используя охватившую фондовый рынок манию привлечения инвесторов, новые фонды, созданные отраслью в 1990-х годах, обычно работали с более высокой степенью риска, чем их предшественники. Во второй половине 1990-х годов, когда рост цен на акции компаний «новой экономики» потянул за собой весь рынок, управляющие фондами создали 494 фонда, занимавшиеся инвестированием в компании, которые разрабатывали новые технологии, телекоммуникации и работали в электронной торговле. Агрессивно растущие фонды отдавали предпочтение именно этим секторам.

Создав эти фонды, отрасль продолжала навязывать их инвесторам с беспрецедентной энергией и энтузиазмом, используя в этой маркетинговой компании и брокеров, и рекламу. В марте 2000 г., когда рынок достиг максимальных значений, 44 инвестиционных фонда, рекламировавшие свои высокие результаты в журнале Money, похвастались поразительными коэффициентами окупаемости капиталовложений, которые за предшествующие 12 месяцев составили в среднем 85,6%. Реклама, кажется, оказалась

успешной. Львиная доля новых денег, 650 млрд долл., которые были инвестированы в работающие с акциями фонды только в 1998–2000 гг., была вложена в агрессивно растущие фонды новой породы. Большая часть этих денег была вложена, разумеется, в фонды, бывшие лидерами прошлого года, уже после того, как они спровоцировали общий подъем фондового рынка. Тем же фондам и компаниям предстояло вскоре стать лидерами спада, а их акционерам вскоре предстояло понести убытки, измеряемые сотнями миллиардов долларов. (Собственно говоря, за 5 лет, прошедших со времени обвала рынка, 9 из 44 фондов исчезли в результате слияний. 34 сохранившихся фонда обеспечивают кумулятивную доходность на уровне 29,6%, что ровно вдвое превышает убытки в размере 14,8% по индексу S&P 500.)

После краха причудливые тренды образования новых фондов начали свертываться в обратную сторону. Из бизнеса ушло рекордное количество фондов, которые обычно исчезали в результате слияний с другими, более успешно действовавшими фондами, которые были членами тех же групп фондов. За 1994–2004 гг. в воздухе растаяло более 800 фондов, инвестирующих в акции. По большей части исчезнувшие фонды были из числа тех агрессивных фондов, что были сосредоточены на акциях компаний «новой экономики». Если 60 лет назад консервативные фонды, занимавшиеся инвестированием в акции, были, как говорится, построены надолго, новые, агрессивные инвестиционные фонды, казалось, были «рождены для того, чтобы умереть». Хотя за последние десятилетия от 10 до 20% фондов исчезли, частота неудач среди фондов в 90-х годах увеличилась до 36%. Теперь этот показатель стал еще выше. Сохранись нынешние темпы ликвидации фондов до

конца десятилетия — и примерно 2500 из ныне существующих 4500 фондов, инвестирующих в акции, перестанут существовать. Исчезнет более половины таких фондов!

Почему Америка инвестиционных фондов пошла не тем путем

Ответ на вопрос, почему Америка инвестиционных фондов пошла столь неправильным путем (почему вокруг инвестиционных фондов разразились скандалы, почему люди пренебрегли мощным воздействием расходов фондов, почему в отрасли восторжествовала этика маркетинга), не сложен. Отрасль инвестиционных фондов сбилась с пути в результате триумфальной победы, которую капитализм менеджеров одержал над капитализмом собственников. Суть проблемы заключается в порочной системе управления инвестиционными фондами. При этой системе директора фондов, не имеющие реальной власти для того, чтобы защищать собственников-инвесторов, фактически отдали неограниченное господство над фондами менеджерам, целью которых является получение вознаграждений за предприимчивость посредством построения гигантских империй фондов.

То, что развитие этих тенденций подрывает доходы, получаемые собственниками фондов, и увеличивает доходы управляющих фондами, ни для кого не было секретом. В 1996 г. (почти десять лет назад) в речи перед Обществом американских редакторов и авторов деловой литературы я предупреждал о том, что «дух доверия, профессиональной компетентности и дисциплины и сосредоточенность на долгосрочной перспективе быстро утрачивают свою роль ведущей силы, в

конце концов, жизненной силы инвестиционной отрасли»¹⁷¹.

В результате скандалов, вспыхнувших вокруг инвестиционных фондов, три принципиальных момента, отмеченные мною в той речи, ныне выглядят еще более актуальными:

- Традиционный для отрасли акцент на доверительном управлении, предполагающем, что осуществляющие такое управление лица считают своим высшим приоритетом интересы акционеров и пайщиков инвестиционных фондов и взыскивают за свои услуги разумную цену, вытесняется сосредоточенностью на наращивании активов и на распространении, поскольку американцы поклоняются Великому Богу Доли Рынка, а чрезмерные затраты на это поклонение несут собственники американских инвестиционных фондов.

- Традиционная для отрасли сосредоточенность на профессиональной компетентности и дисциплине сместилась с долгосрочного инвестирования на то, что по сути дела является спекуляцией. Для спекуляции характерны стремительный оборот инвестиционных портфелей (в среднем достигающий почти 100% в год!), концентрация фондов на все более узких сегментах фондового рынка и избыток портфельных управляющих с бандитскими наклонностями.

- Наконец, традиционная для отрасли сосредоточенность на исключительной пригодности инвестиционных фондов для долгосрочных инвесторов быстро перерождается в

¹⁷¹ Bogle J. C. Important Principles Must Be Inflexible. Keynote speech before the Society of American Business Editors and Writers. Chicago: Society of Business Editors and Writers Annual Conference. 1996. November 11.

сосредоточенность на инвестировании в портфели фондов на короткий срок, что является вторым уровнем спекуляции. Еще более пагубным является стремление прельщать акционеров фондов к использованию их инвестиционных фондов как инструментов быстрого перебрасывания средств – либо с целью проведения сделок в то время, когда проведение сделок запрещено, либо с целью присоединения к фонду, только что показавшему выдающиеся результаты. Но и это называется спекуляцией¹⁷².

Эти давние проблемы были общеизвестны в отрасли, лидеры которой были слишком довольны тем, что им удавалось держать эти проблемы под спудом. И все же даже сегодня, после того как привлечение внимания общественности к этим проблемам скандалы высветили глубину и остроту проблем, даже после двух десятилетий, в течение которых чрезмерные расходы подрывали доходы инвестиционных фондов и делали их существенно ниже доходов, обеспечиваемых финансовыми рынками (именно в эти рынки и вкладывали деньги инвестиционные фонды), даже после исторического эпизода, после которого сбережения склонных к оппортунизму инвесторов уменьшились на сотни миллиардов долларов, инвестиционные фонды как отрасль все еще не отреагировали на случившееся осмысленным образом. Но для этого недостаточно знать, что пошло не так в Америке инвестиционных фондов и почему произошел этот сбой. Пришло время ремонта системы. Это – нелегкое дело, но в следующей главе я предлагаю набор предложений относительно того, как начать решение этой колоссальной задачи.

¹⁷² Ibid.

Глава 9. Как навести порядок в инвестиционном фонде Америка:

«Организация, ведение дел и управление» в интересах акционеров

Если первопричиной того, что инвестиционные фонды сбились с пути истинного, служит порочная система управления, то необходимо чинить эту систему управления. В уже упоминавшейся произнесенной в 1996 г. речи (цитатой из нее завершается предыдущая глава) я описал главную цель необходимых Америке реформ, призвав инвестиционные фонды как отрасль перейти к системе, в которой «управление инвестиционными фондами будет сосредоточено в руках... директоров и акционеров самих инвестиционных фондов и уйдет из рук управляющих и собственников компаний, управляющих инвестиционными фондами (где оно пребывает ныне). Руководство таких компаний, разумеется, стремится обеспечить хорошую отдачу инвестиционных фондов, но оно не забывает и о собственной выгоде, которая поистине огромна»¹⁷³. Настало время для того, чтобы инвестиционные фонды Америки перешли от капитализма менеджеров к капитализму собственников.

Возвращение к истокам

Отправной точкой для размышлений о том, как наводить порядок в американских

¹⁷³ Bogle J. C. Important Principles Must Be Inflexible. Keynote speech before the Society of American Business Editors and Writers. Chicago: Society of American Business Editors and Writers Annual Conferences. 1996. November 11.

инвестиционных фондах, может быть повторение благородных слов из преамбулы закона, являющегося конституцией отрасли инвестиционных фондов, — закона 1940 г. об инвестиционных компаниях. «Национальный общественный интерес и интересы инвесторов» требуют, чтобы инвестиционные фонды были «организованы, чтобы они работали и чтобы ими управляли... в лучших интересах их акционеров, а не в интересах консультантов, андеррайтеров или других лиц»¹⁷⁴.

Обратите внимание: в американском законодательстве ни слова не сказано о достижении равновесия интересов управляющих и собственников фондов. Если представить это зрительно, то закон наделяет абсолютным весом интересы акционеров, не придавая никакого значения интересам управляющей компании. Однако нынешняя реальность полностью противоположна той, которую предусматривают законы: интересы акционеров не имеют почти никакого значения, а интересы управляющих компаний имеют практически абсолютную важность. Несомненно, большинство лидеров отрасли убеждены в том, что ныне существующий дисбаланс позитивен и является неременным условием неоспоримо огромного роста активов отрасли. С момента принятия закона 1940 г. активы инвестиционных фондов возросли с 450 миллионов долл. до 8 триллионов долл. Невероятный рост в 18100 раз! Лидеры фондов указывают на этот рост и утверждают: «Должно быть, мы все делаем правильно».

¹⁷⁴ Первую цитату см. в Законе 1940 г. об инвестиционных компаниях: <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>. Вторая цитата взята из единодушного мнения Комиссии, выраженного в ее решении по делу Vanguard. См.: The Vanguard Group, Inc. 47 S.E.C. 450. 1981.

Однако такое поверхностное утверждение о существовании причинно-следственной связи между всевластием управляющих компаний и ростом активов управляемых ими инвестиционных фондов противоречит двум фактам:

1. На протяжении первых четырех десятилетий после принятия закона отрасль инвестиционных фондов занималась главным образом здоровым, благоразумным инвестированием на долгосрочной основе и ориентировалась на долгосрочные цели; явно противоречащие друг другу интересы управляющих и собственников были вполне сбалансированы.

2. Более чем 95% этого огромного роста (в 18100 раз) пришлось на время после 1982 г., т.е. на период самого продолжительного и сильного преобладания «бычьей» конъюнктуры на рынке обыкновенных акций, какое только было в истории.

Истина заключается в том, что рост активов отрасли можно объяснить по большей части великой традицией, существовавшей в отрасли в годы ее становления, и последовавшим затем Великим «медвежьим» рынком. Вместе взятые, эти факторы служат прикрытием бесчисленных грехов, постепенно развившихся в отрасли.

Не надо даже читать закон 1940 г. далее второй страницы, чтобы понять его недвусмысленную суть. Все можно найти на второй странице преамбулы, где вполне определенно сказано, что королем является акционер. Я считаю, что в законе суть дела сформулирована правильно. В конце концов, он просто отразил существующий в английском общем праве закон о фидуциарных обязанностях. Этот закон (а ему как минимум восемь веков) возлагает на попечителя обязанность ставить интересы клиентов выше собственных интересов. Однако люди,

разрабатывавшие американский закон, к сожалению, не смогли точно определить, что они имели в виду под словами «национальный общественный интерес и интересы инвесторов», но, как мы знаем, допустили возникновение структуры управления, которая позднее ударит как раз по национальным общественным интересам и интересам инвесторов.

Ирония состоит в том, что, как и в случае с корпоративной Америкой, для того, чтобы привлечь внимание общественности к конфликту между интересами управляющих и акционеров инвестиционных фондов, потребовалась серия скандалов общепромышленного масштаба. Когда генеральный прокурор Элиот Спитцер, продолжая всеми силами защищать права потребителей, в сентябре 2003 г. четко определил одно из серьезных проявлений этого конфликта, он вскрыл постоянно расширяющийся круг управляющих фондами, вовлеченных в незаконную внеурочную торговлю ценными бумагами и в применение неэтичных приемов манипулирования временем заключения сделок. Вскоре после этого Комиссия по ценным бумагам и биржам энергично вмешалась в развернувшуюся битву. Конгресс США быстро собрал профильный комитет палаты представителей, а затем и комитет сената и провел слушания на тему «Инвестиционные фонды: методы торговли ценными бумагами и злоупотребления, наносящие вред инвесторам».

Но еще ранее палата представителей Конгресса США поставила серьезные вопросы относительно методов работы инвестиционных фондов. На состоявшихся 12 марта 2003 г. слушаниях в палате представителей я дал показания, в которых было сделано следующее заявление о несостоятельности независимых директоров инвестиционных фондов: «Независимые

директора фондов в действительности несут только две обязанности: подбирать самого лучшего из имеющихся инвестиционных управляющих и проводить с таким управляющим переговоры о минимальном вознаграждении. Однако перечень их достижений на сегодняшний день буквально вопиет о провале... [ибо директора следуют], как зомби, процессу, который превращается в издевательство над разумным руководством. Способные, но алчные управляющие мошеннически пытаются слишком глубоко залезть в карманы акционеров, а директора не ударили по этим жадным лапам. Столь же неудачно директора проводят и переговоры о вознаграждении для управляющих. На протяжении более чем 60 лет „независимые“ директора демонстрируют постыдную неспособность выполнять возложенные на них обязанности»¹⁷⁵.

Я сразу же заявил присутствовавшим членам комитета, что слова обвинения принадлежат не мне, они принадлежат оракулу инвестиционного мира Уоррену Баффету и взяты прямо из письма, написанного Баффетом как председателем фонда Berkshire Hathaway и незадолго до того опубликованного в годовом отчете Berkshire Hathaway за 2002 г. Я быстро добавил, что полностью согласен с Баффетом. Я вполне мог бы добавить, что подобно описанным во вводной главе этой книги генеральным директорам корпораций «[весьма немногочисленные управляющие инвестиционными фондами] никогда еще не получали

¹⁷⁵ Bogle J. C. Mutual Fund Industry Practices and Their Effect on Individual Investors. Testimony before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises hearing entitled «Mutual Fund Industry Practices and Their Effect on Individual Investors». U. S. House of Representatives. 2003. March 12.

от столь многих людей столь крупных вознаграждений за крайне незначительные услуги».

Принципиальность сенатора Фитцджеральда

После того как скандалы вышли на свет божий, настала очередь сената. Дело возглавил подкомитет по финансовому управлению, бюджету и международной безопасности под вдохновенным и принципиальным руководством сенатора-республиканца от штата Иллинойс Питера Дж. Фитцджеральда. Состоявшиеся 3 ноября 2003 г. слушания показали, что сенатор Фитцджеральд хорошо подготовился. Он выразил глубокую озабоченность не только разразившимися скандалами, но и способами работы отрасли. «Пришло время тотального пересмотра того, как организованы и управляются инвестиционные фонды», — сказал Фитцджеральд и продолжил:

Структура управления типичного инвестиционного фонда — образец институционализации конфликта интересов. До тех пор, пока мы не устраним эти конфликты, множество инвестиционных фондов будут продолжать вести себя так, чтобы приносить выгоды управляющим фондами за счет акционеров фондов...

Удивительно, но федеральное законодательство не только допускает эти инцестные отношения, но и кодифицирует их. Закон явно доверяет ложному самонадеянному утверждению о том, что директора фондов могут беспристрастно и на стандартной коммерческой основе заключать сделки сами с собой... Институционализация конфликта интересов в отрасли инвестиционных фондов дорого обходится американцам. Недавние

скандалы лишь высветили то, что многие директора инвестиционных фондов, пытаясь служить двум господам, слишком часто отдают предпочтение фирмам, занимающимся инвестиционным консалтингом. Директора инвестиционных фондов имеют связи с этими фирмами и работают с ними за спиной своих акционеров, защищать которых они теоретически должны пытаться.

Отрасль инвестиционных фондов, — сказал далее Фитцджеральд, — в настоящее время представляет собой самую большую в мире операцию по снятию сливок: это корыто, в котором находится семь триллионов долларов и из которого управляющие фондами, брокеры и другие инсайдеры постоянно откачивают чрезмерно большую часть сделанных американскими домохозяйствами и образовательными учреждениями сбережений и пенсионных сбережений». В заключение сенатор Фитцджеральд любезно упомянул и мою работу, и уникальную структуру деятельности фонда Vanguard на основе себестоимости: «Сравнительно немногие ставят под сомнение методы работы отрасли или выплачиваемые в этой отрасли вознаграждения управляющим, не говоря уж о причудливой структуре управления, господствующей в отрасли инвестиционных фондов, и очень немногие прислушиваются к мнению сторонников реформирования отрасли вроде Джона Богла, который уже многие годы бьет тревогу. До сего дня. Нынешний скандал дает нам возможность переосмыслить всю отрасль инвестиционных фондов... Необходимо подумать о содействии созданию новых инвестиционных фондов, которые будут

действительно взаимными — такими, как Vanguard, фондами, которые действительно владеют фирмами¹⁷⁶.

Переформатирование совета фонда

Все четыре раза, что я представлял перед комитетами Конгресса, я снова и снова повторял перечень изменений в управлении, которые, вместе взятые, привели бы к слову господствующего в отрасли варианта капитализма управляющих и к установлению идеальной системы капитализма собственников. Для того, чтобы уравновесить, наконец, весы, описанные мною ранее, необходимо положить больший вес в чашу весов фондов, начав с введения в действие федерального законодательства, которое требовало бы от директоров фондов служения исключительно акционерам фондов и позволяло бы директорам фондов выполнять эту задачу. В частности, необходимо укрепить полномочия фонда как организации для того, чтобы фонд мог независимо и на сугубо коммерческой основе вести дела с управляющей организацией — так, как и предписывал закон 1940 г. в момент его введения в действие 62 года назад. Моя программа включает «четыре всадника» реформы управления:

1. В совет фонда должен входить только один директор управляющей компании. Действительно, если одной из главных

¹⁷⁶ Вступительное слово сенатора Питера Дж. Фитцджеральда на слушаниях «Инвестиционные фонды: методы торговли ценными бумагами и злоупотребления, наносящие вред инвесторам» в подкомитете по финансовому управлению, бюджету и международной безопасности. Fitzgerald P. G. Mutual Funds Trading Practices and Abuses That Harm Investors». U.S.Senate. 2003. November 3.

обязанностей директора корпорации является лояльность, следует спросить, как можно допускать в совет фонда хотя бы одного директора управляющей компании, учитывая то обстоятельство, что директор обязан быть лояльным к управляющей компании, которая и платит ему жалование, и эта лояльность вступает в конфликт с лояльностью по отношению к фонду.

2. Возглавлять директоров должен независимый председатель совета фонда.

3. Фонду необходим преданный персонал, отчитывающийся перед председателем совета фонда. Сотрудники фонда обязаны давать независимую оценку эффективности инвестиций, сделанных управляющим, и предпринятых им маркетинговых усилий, разумности выплачиваемых вознаграждений и любой другой важной информации, которую может затребовать совет фонда.

4. Необходимо принять федеральный закон о фидуциарных обязанностях директоров фондов.

Поскольку Конгресс — это Конгресс, политические партии — это политические партии, а лоббисты и деньги — это лоббисты и деньги, изменения законодательства не входили в немедленные планы. Принятие федерального законодательства и введение его в действие — мучительный процесс, и в Конгрессе просто не хватило воли, чтобы восстать на море бед отрасли инвестиционных фондов и, восстав, положить этим бедам конец. Впрочем, по счастью, под энергичным руководством вновь назначенного председателя Уильяма Г. Дональдсона обновленная Комиссия по ценным бумагам и биржам действовала с разумной быстротой для того, чтобы с помощью мер регулирования сделать то, что законодательство не было готово, не хотело или не могло сделать.

Комиссия по ценным бумагам и биржам быстро взялась за решение первых трех упомянутых выше вопросов и успешно решила их. Хотя в вопросе независимости советов фондов комиссия не пошла так далеко, как мне хотелось бы, она все же одобрила правило повышения существующего требования сделать большинство в советах, по крайней мере, квалифицированным большинством, равным 75%. Это стало весьма важным шагом к большей независимости фондов. Комиссия также с уважением отнеслась к моему третьему предложению: она одобрила правило, согласно которому «фонды должны явным образом предоставить независимым директорам право нанимать сотрудников, консультантов и экспертов, которые необходимы независимым директорам для выполнения их обязанностей... для того, чтобы помогать независимым директорам решать вопросы, выходящие за рамки их опыта... и обеспечивать способность независимых директоров лучше выполнять роль представителей интересов акционеров»¹⁷⁷. В самих инвестиционных фондах эти правила не вызвали особых возражений, и оба правила должны вступить в силу не позднее января 2006 г. Кроме того, новые правила Комиссии по ценным бумагам и биржам предусматривают проведение ежегодной самооценки советов и отдельных заседаний независимых директоров. Еще ранее было установлено требование, предписывающее назначать в фондах главное должностное лицо, ответственное за соблюдение законодательства и правил, и независимых от управляющих советников фондов. Эти правила тоже

¹⁷⁷ Securities and Exchange Commission final rule on Investment Company Governance. 2004. September 7. <http://www.sec.gov/rules/final/ic-26520.htm>.

являются жизненно важными элементами при создании более совершенной структуры управления фондами. Эти правила позволяют директорам действовать более властно и независимо (и косвенным образом поощряют директоров к такому поведению).

Независимый председатель: стандарт фидуциарных обязанностей

Вторая из предложенных мною реформ — обязательное введение независимого председателя совета — лошадь, скажем так, другой масти. Инвестиционные фонды как отрасль оказали этому предложению мощное и упорное сопротивление, которое, конечно, было хорошо профинансировано. Эдвард К.Джонсон-младший, председатель и инвестиционных фондов группы Fidelity, и управляющей компании Fidelity (в соответствии с предлагаемым правилом ему пришлось бы отказаться от должности председателя инвестиционных фондов), вел энергичную лоббистскую деятельность против реформы, публично выступив с яростной статьей, опубликованной в Wall Street Journal рядом с передовицей. В этой статье Э.Джонсон-младший жалобно обращался к инвесторам: «Если корабль, на котором я плыву, идет на айсберг, я хочу, чтобы приказы на этом корабле отдавал один — и только один — капитан»¹⁷⁸. Джонсон, увы, забыл, что в бизнесе инвестиционных фондов есть два корабля. Он также пренебрег тем фактом, что капитан корабля под названием «фонд», тот, кто отдает приказы о размере вознаграждений, является одновременно и капитаном корабля под названием «управляющая компания», которая

¹⁷⁸ Johnson E. C. 3rd. Interested —And Proud of It! // Wall Street Journal. 2004. February 17.

стребает все эти вознаграждения. Собственно говоря, правило независимого председателя попросту признает, что принципалов (собственников фондов) должен представлять агент (председатель фонда), всецело руководствующийся интересами собственников фондов, и что такая схема управления целесообразна.

Когда правило независимого председателя было принято в комиссии с минимальным перевесом голосов (три — за, два — против), отрасль не смирилась и направила свои усилия на преодоление этого правила. Противникам правила удалось внести поправку в закон о консолидированных ассигнованиях 2005 г., которая требовала, чтобы комиссия пересмотрела свое решение в течение года. (Несоответствие, присущее смешению федерального бюджета с эгоистичными интересами отрасли инвестиционных фондов, дало новое звучание старой поговорке: «Никогда не следует смотреть, как делают две вещи: колбасу и законы».) Не довольствуясь этой поправкой, Торговая палата США обратилась в суд, пытаясь прямо опротестовать законность вводимого Комиссией по ценным бумагам и биржам правила. Инвесторам остается лишь надеяться на то, что комиссия отстоит свое решение, которое, несмотря на почти всеобщую непопулярность в отрасли, полностью отвечает общественному интересу и интересам инвесторов, как того и требует закон 1940 г.

Что касается последнего вопроса, федерального стандарта фидуциарной ответственности, то у Комиссии по ценным бумагам и биржам нет власти и силы для того, чтобы достичь этой достойной цели. Для этого необходим федеральный закон. Хотя соответствующее положение было включено сенатором Фитцджеральдом

в законопроект о всесторонней реформе инвестиционных фондов, дело дальше не пошло. Выполнение этого жизненно важного стандарта потребует долгой, напряженной борьбы, которая, несомненно, столкнется с энергичным противодействием со стороны не только отрасли инвестиционных фондов, но и штатов.

С момента принятия Конституции США выдача грамот о присвоении статуса корпораций является исключительной прерогативой штатов, и штаты Делавэр и Мэриленд, в которых зарегистрировано так много инвестиционных фондов, вполне могут возглавить сопротивление штатов. Такое вытеснение права штатов федеральным законодательством ударит по тем политическим интересам, которые вроде бы свято верят в новый федерализм («власть штатам») и выступают против передачи новых обязанностей и полномочий национальному правительству («власть Вашингтону, округ Колумбия»). Но я продолжаю верить в то, что с подъемом инвестиционных фондов как отрасли к господству и превращению в крупнейший из всех финансовых институтов Америки необходимо, так сказать, нарастить «мясо на кости» политики, предусмотренной законом 1940 г. Чтобы потребовать от фондов работы в строгом соответствии с интересами собственников фондов, закон надо дополнить не оставляющим сомнений стандартом фидуциарных обязанностей, а также положениями, определяющими выполнение этого стандарта.

Перемены носят в воздухе

По мере того как поднимаются ветры перемен, появляются жизненно важные вопросы, которые необходимо обсудить, если мы хотим исправить дефекты инвестиционного фонда Америка.

В планы работы Комиссии по ценным бумагам и биржам должны быть внесены пять следующих важных вопросов:

1. Компенсация, выплачиваемая управляющей компании. Еще в 1966г. в представленном комитету палаты представителей по внешней торговле и торговле между штатами докладе «Политические последствия роста инвестиционных компаний» Комиссия по ценным бумагам и биржам энергично рекомендовала провести изменения законодательства, направленные на восстановление равновесия интересов акционеров и управляющих. Изучив рост вознаграждений, выплачиваемых фондами (в те времена уровень этих вознаграждений составлял всего лишь 154 млн долл.), эффективность контроля консультантов над фондами и «отсутствие конкуренции, ограничение раскрытия информации, неэффективность прав голоса, которыми обладают акционеры, и препятствия более эффективной деятельности независимых директоров», Комиссия по ценным бумагам и биржам рекомендовала принять «законодательный стандарт разумности... базисный стандарт фидуциарных обязанностей, который бы сделал ясным то, что люди, извлекающие выгоды из своих фидуциарных отношений с инвестиционными компаниями, не могут взыскивать за услуги больше, чем получили бы, если б вели дела с инвестиционными компаниями на чисто коммерческой основе»¹⁷⁹.

Комиссия по ценным бумагам и биржам описала разумность как «явно выраженный и легко приводимый в исполнение стандарт, [который]

¹⁷⁹ Public Policy Implications of Investment Company Growth. Securities and Exchange Commission, H.R.Rep. 1966. No. 89 - 2337.

измерялся бы не просто стоимостью сопоставимых услуг, оказанных индивидуальным инвесторам, или вознаграждениями, выплачиваемыми другими управляемыми извне инвестиционными компаниями... [а] расходами на управленческие услуги в фондах, где существует внутреннее управление, в пенсионных фондах и у других клиентов, не являющихся фондами» (существуют огромные различия в этих расходах, см. пример 9.1). Если стандарт разумности не «разрешил существующие проблемы компенсаций за управление... то, возможно, следует подумать о более радикальных шагах»¹⁸⁰.

Отрасль инвестиционных фондов повела борьбу против стандарта «разумности» (и, как мы теперь знаем, одержала в этой борьбе победу), и расходы фондов повысились до поразительных уровней. Невзвешенный коэффициент расходов, который у среднего фонда, инвестирующего в акции, составлял 0,87% (что вызвало тревогу у Комиссии по ценным бумагам и биржам в 1966 г.), вырос на 79% и достиг 1,56%. Для сведения тех, кто считает, что коэффициенты расходов, соотнесенные со стоимостью активов, — более совершенный показатель: повышение таких показателей оказалось даже более значительным, составив от 0,51 до 0,92%, т.е. рост превысил 80%. Совокупный объем вознаграждений и текущих расходов, который выплачивают фонды, инвестирующие в акции, вырос с 134 млн долл. (эта сумма обеспокоила комиссию в 1966 г.) примерно до 37 млрд долл. в 2004 г. Но даже сегодня, спустя почти 40 лет после публикации доклада, более радикальные шаги все еще не рассмотрены.

¹⁸⁰ Ibid.

Повышение ставок вознаграждений (коэффициентов расходов) на 79% и взрывообразный рост долларовых эквивалентов вознаграждений на 28000% позволяют предположить, что победа отрасли над стандартом «разумности» обошлась инвесторам фондов в десятки миллиардов долларов. Соотношение этих количественных показателей позволяет увидеть, что десятые доли процента более не являются подходящим мерилем величины вознаграждений, выплачиваемых фондами. Десятые доли процента – всего лишь десятые доли процента, но доллары-то вполне настоящие. Глядя на проценты, а не на доллары при рассмотрении частных исков, периодически возбуждаемых против управляющих фондами, суды дают управляющим разрешение взимать вознаграждения, которые по законам штатов запросто можно считать пустой растратой корпоративных активов. Вспомните приведенный ранее пример выплаты за последнее десятилетие гигантским Magellan Fund 5,3 млрд долл. своему консультанту, компании Fidelity, несмотря на то, что фонд получал низкие по сравнению с S&P 500 доходы (доходы Magellan Fund составили 162%, а доходность по S&P 500 составила 212%). Необходимо срочно пересмотреть саму концепцию вознаграждений за управление, соотношение этих вознаграждений к добавленной стоимости (или к сокращению стоимости). И это надо сделать безотносительно к тому, утратили ли десятые доли процента свой первоначальный смысл и не стоит ли, наконец, прибегнуть к более радикальным шагам, направленным на разрешение проблем компенсации управляющим.

2. Раскрытие данных о компенсациях, выплачиваемых управляющим фондами, должностным лицам и директорам фондов. Полное и беспристрастное раскрытие такой информации

является (и всегда должно быть) отличительной особенностью американской системы финансового регулирования. Но то, что инвесторы получают информацию в результате такого раскрытия данных, — лишь малая часть причин необходимости раскрытия данных. На мой взгляд, еще более важным является простой факт: раскрытие данных изменяет поведение. Иначе говоря, если действия управляющих подлежат оглашению, большинство управляющих дважды подумают перед тем, как извлекать выгоды за счет акционеров. И все же только отрасль инвестиционных фондов каким-то образом изловчилась действовать в изоляции, которая позволяет должностным лицам управляющих компаний и директорам фактически избегать требований полного раскрытия данных, касающихся всех прочих акционерных компаний США.

ПРИМЕР 9.1

Вознаграждения, выплачиваемые клиентами пенсионных фондов

Предлагаемое изучение вознаграждений за управление должно включать расследование вопроса о том, почему вознаграждения за консультации, выплачиваемые инвестиционными фондами, затмевают вознаграждения, выплачиваемые тем же самым консультантам пенсионными фондами. Хотя вознаграждения, выплачиваемые пенсионными фондами, редко становятся известными общественности, California Public Employees Retirement System, стоимость которого составляет 166 млрд долл., полностью раскрывает данные о выплатах управляющим. Рассмотрим три случая, в которых управляющие инвестиционными фондами были также и управляющими портфелями Calpers в течение 2002 г.

*Сравнение вознаграждений, выплачиваемых
инвестиционными фондами, с вознаграждениями,
выплачиваемыми пенсионными фондами*

Управляющая компания	Активы, млн долл.		Ставка вознаграждений, %		Вознаграждения, тыс. долл.	
	Инвестицион ный фонд*	Calpers	Инвестицион ный фонд*	Calpers	Инвестицион ный фонд*	Calpers
Alliance- Bernstein	2 700	902	0,97	0,08	27 000	710
Capital Guardian	22 200	590	0,40	0,10	88 000	570
Putnam Investments	11 000	675	0,47	0,06	52 000	420
Средний показатель	12 000	720	0,61	0,08	56 000	600

источник: Calpers and Lipper.

* Соответственно, AllianceBernstein Large Cap Growth, American Funds New Perspective и Putnam Voyager.

Хотя Calpers не раскрывает, какие акции входят в его портфели, предположение о том, что структуры портфелей пенсионных фондов и инвестиционных фондов сходны, не будет необоснованным. Так как же получается, что гигантские инвестиционные фонды с активами, в среднем в 17 раз превышающими активы пенсионных фондов, управляемые теми же самыми консультантами, выплачивают вознаграждения по ставкам, которые в среднем более чем в 7 раз превышают ставки, по которым выплачивают вознаграждения пенсионные фонды (0,61% и 0,08%)? А в долларовом исчислении вознаграждения, которые выплачивают инвестиционные фонды, почти в 100 раз превышают вознаграждения, выплачиваемые сравнительно небольшим пенсионным фондом Calpers (56 млн долл. и 600 тыс. долл.). Возможно, инвестиционным фондам предоставляют более широкий спектр услуг, но одним этим обстоятельством никак не объяснить такие огромные различия.

Как вообще могут существовать такие острые различия? Вот некоторые возможные объяснения:

1) консультанты управляют инвестиционными фондами, но не управляют Calpers;

2) в отличие от попечителей Calpers независимые директора инвестиционных фондов оказались не способны договариваться с консультантами на коммерческой основе;

3) учитывая высокие вознаграждения, генерируемые инвестиционными фондами, управляющие охотно пользуются предельно низкими ценами, стремясь привлечь новых клиентов в пенсионные фонды (дополнительные расходы, сопряженные с управлением дополнительными активами, крайне низки);

4) директорам инвестиционных фондов не дают информации о вознаграждениях, выплачиваемых консультантам пенсионными фондами. Это недостаток, который будет исправлен правилом, недавно предложенным Комиссией по ценным бумагам и биржам.

Возможна и пятая причина: Calpers, по-видимому, ведет переговоры на основе неизменных и твердых ставок и предлагает своим управляющим стимулирующие вознаграждения, при которых консультант может заработать намного большие вознаграждения, но только в том случае, если консультант обеспечивает более высокие доходы от инвестиций. Например, компания AllianceBernstein в 2002 г. получила от Calpers дополнительно 3,6 млн долл. в виде стимулирующих вознаграждений, а Capital Guardian дополнительно получила 930 тыс. долл. (неясно, то ли Putnam не смогла договориться о стимулирующих вознаграждениях, то ли просто не смогла их заслужить). Но подобные стимулирующие схемы для управляющих фондами являются проклятием. Обслуживаемые этими управляющими директора инвестиционных фондов не могут требовать подобных схем «оплаты за

достижения». Очевидно, что соглашения на коммерческой основе становятся возможными только тогда, когда действительно независимые попечители контролируют как выбором управляющих, так и уровнем выплачиваемых им вознаграждений и преданы делу обеспечения равных возможностей для будущих пенсионеров и акционеров фондов.

«Стоимость конфликта интересов»

Опубликованная в 2001 г. в журнале The Journal of Corporation Law и ставшая важной вехой статья подтверждает поразительное различие между вознаграждениями, выплачиваемыми инвестиционным управляющим в фондах, которыми управляющие руководят, и гораздо меньшими вознаграждениями, выплачиваемыми пенсионными фондами, которыми управляющие не руководят¹⁸¹. Статья «Вознаграждения для консультантов инвестиционных фондов: цена конфликта интересов» завершается словами:

Консультанты, обслуживающие инвестиционные фонды, пиршествуют на сложной, непрозрачной структуре вознаграждений, которая выбивается из алгоритма, задающего уровни цен на свободном рынке... То, что эта аберрация существует в одном из наиболее регулируемых уголков бизнеса, связанного с торговлей ценными бумагами, является убедительной демонстрацией последствий ослабления стандартов фидуциарных обязанностей, слабости и неверной направленности мер регулирования, безразличия Конгресса и либо плохой защиты,

¹⁸¹ Brown S. L., Freeman J. P. Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts of Interests ^Journal of Corporation Law. 2001. Vol. 26. No. 3. P. 609.

которую осуществляют адвокаты инвесторов, либо чрезмерно почтительного отношения судов к претензиям управляющих инвестиционными фондами.

...Разрыв между ценами, которые платят фонды за консалтинговые услуги, и ценами за такие же услуги в других секторах экономики представляет собой счет, по которому акционеры фондов платят за существующий у консультантов конфликт интересов. Этот конфликт — отличительная особенность инвестиционных фондов как отрасли и позорное клеймо этой отрасли. Эта петля... превращается в повод, позволяющий заставлять акционеров инвестиционных фондов переплачивать почти 9 млрд долл. ежегодно. Ошеломляющая сумма... Комиссия по ценным бумагам и биржам должна потребовать предоставления акционерам фондов режима наибольшего благоприятствования в тех случаях, когда речь заходит о гонорарах за консультативные услуги. Независимые директора фондов должны потребовать от консультантов указания, за какие именно консультации они взимают плату с других клиентов и каковы размеры этой оплаты, а также [объяснений] того, какие различия услуг, оказываемых ими зависимым и свободным клиентам, оправдывают такую разницу цен.

В результате в тех случаях, когда управляющие инвестиционных фондов наняты посторонней управляющей компанией, которая либо является частной, либо принадлежит финансовому конгломерату, их вознаграждение скрыто корпоративной завесой, причем никому и в голову

не приходит проникнуть за эту завесу. Даже недавно одобренное Комиссией по ценным бумагам и биржам правило, обязывающее раскрывать информацию, потребует раскрытия данных только о том, как вознаграждают портфельных управляющих, но не о том, сколько они получают. Такое ограниченное раскрытие информации в сущности вовсе не является раскрытием информации. Комиссии следовало бы потребовать раскрытия не только сумм, получаемых каждым портфельным управляющим в долларах (в том числе о доле управляющего в прибылях управляющей компании), но и предоставления сопоставимых данных о вознаграждениях, получаемых пятью управляющими этой компании, которые получают максимальные жалования. Нет разумной причины для того, чтобы освобождать управляющих фондами от раскрытия информации, которое действует в отношении управляющих обычных корпораций, информации, которую на самом деле требуют специалисты по анализу ценных бумаг, работающие на управляющих фондами. Со стороны лидеров отрасли инвестиционных фондов возражения против такой беспристрастности — наглое лицемерие. Игровую площадку надо выровнять.

Говоря об этом, нам следует потребовать, чтобы директора фондов, управляющие и портфельные управляющие отчитывались о том, в какой степени они «едят свое же печенье», инвестируя в акции управляемых ими фондов. Хотя новое правило требует от управляющих портфелями фондов раскрывать данные о своих пакетах акций фондов, нет никаких требований, обязывающих их раскрывать данные о совершенных ими сделках с акциями фондов. Не существует и требований, обязывающих других должностных лиц компании раскрывать данные о принадлежащих им пакетах

акций фондов и о совершенных ими сделках с этими акциями. Этот пробел в данных необходимо ликвидировать.

Сходный пробел в информации существует и в отношении пакетов акций, принадлежащих директорам фондов. Могущественным лоббистам отрасли каким-то образом удалось убедить Комиссию по ценным бумагам и биржам в необходимости освободить директоров от раскрытия данных о точном количестве принадлежащих им акций, что является стандартным требованием для всех прочих акционерных корпораций. От директоров инвестиционных фондов требуют лишь сообщать о стоимостных пределах принадлежащих им пакетов акций управляемых ими фондов и всех фондов, входящих в группу, — до 10 тыс. долл., от 10 до 50 тыс. долл., от 50 до 100 тыс. долл., более 150 тыс. долл. Да что инвесторам толку знать лишь то, что такой-то директор «размазал» скромные 100 тыс. долл. (или чуть большую сумму) по ста или более фондам, входящим в группу? Если такая информация и лучше полного отсутствия информации, то лишь немногим. Чем раньше будут пересмотрены меры, обеспечивающие полное и точное раскрытие данных о вознаграждениях за управление и размерах принадлежащих управляющим пакетов акций, тем лучше.

Для Комиссии по ценным бумагам и биржам и ее сотрудников настало время упереться и отразить мощный натиск Института инвестиционных компаний. Лидеры отрасли, по-видимому, с дьявольским упорством сопротивляются имеющей смысл реформе, хотя и отрицают, что занимаются именно этим. (Например, официальная позиция Института инвестиционных компаний по вопросу раскрытия данных о голосованиях по доверенности такова: Институт одобрил предложение Комиссии по

ценным бумагам и биржам, за исключением требования о раскрытии данных о голосованиях по доверенности.) Я по-прежнему теряюсь в догадках о причинах влияния Института инвестиционных компаний и публично заявил в New York Times, что «влияние, которое Институт инвестиционных компаний оказывает на сотрудников Комиссии по ценным бумагам и биржам, совершенно не соответствует интеллектуальному весу приводимых Институтом доводов»¹⁸².

3. Фонды-инкубаторы: лицензия на воровство? Даже по мере того, как увеличиваются статистические свидетельства того, что простая норма доходности, получаемой фондом, является основным фактором, на который полагаются инвесторы при выборе фондов («О, какие же глупцы мы, смертные!»), информации о том, заслуживают ли эти данные доверия, мало. Хотя инвесторы полагают, что нормы доходности, обеспечиваемые фондами и сообщаемые в рекламе, отчетах для акционеров и в проспектах, точны, на самом деле часто оказывается, что эти данные — сплошная иллюзия. Например, доходы, о которых отчитываются фонды-гиганты, часто включают данные о рекордных достижениях, имевших место в периоды младенчества этих фондов. Эти доходы тают по мере того, как инвесторы, захлебываясь слюной от былых успехов, закачивают деньги в эти фонды, которые достигают размеров, делающих дальнейшее превосходство практически невозможным.

В Комиссии по ценным бумагам и биржам, по-видимому, считают, что в том, что управляющие фондами продолжают продвигать данные о работе

¹⁸² LaBaton S. SEC's Oversight of Mutual Funds Is Said to Be Lax. New York Times. 2003. November 16.

фондов в прошлом как реальные после того, как обстоятельства изменились радикальным образом, нет ничего неуместного или неподобающего. Эта политика неудачна, и Комиссии по ценным бумагам и биржам надо, по меньшей мере, принять политику нетерпимости по отношению к иллюзорным данным, которые фабрикуются из чистого воздуха. Эти данные зачастую являются частью всеобъемлющей практики создания управляющими множества фондов-инкубаторов. У таких фондов (а ими обычно владеют только инсайдеры) очень незначительные активы, и ими управляют очень энергично. Появившись на свет и сорвав джек-пот, эти фонды начинают предлагать себя публике и проводить агрессивные маркетинговые кампании. А если таким фондам не удастся сорвать джек-пот, им уготованы достойные, но непременно тихие похороны.

Управляющие фондами, занимающиеся организацией таких фондов-инкубаторов, не всегда бросают начатое дело. В 1999 и 2000 гг. Комиссия по ценным бумагам и биржам оштрафовала группы Van Kampen и Dreyfus за то, что они вводили публику в заблуждение, рекламируя успехи фондов, которые были ими созданы. В инкубационный период фондов управляющие предоставляли им непропорционально большие доли ажиотажного начального публичного предложения акций, которые быстро и с огромной прибылью продаются на открытом рынке. Эта стратегия в основном и объясняет прежние доходы фондов, в среднем составлявшие 64% в год. Затем, когда управляющие предлагают акции этих фондов в открытой продаже, они в рекламе акцентируют доходы, но не сообщают о том, что этими успехами фонды почти всецело обязаны исключительно такой практике, которую невозможно воспроизвести в будущем. Van Kampen

уплатила 100 тыс. долл. штрафа, Dreyfus – 950 тыс. долл.

В недавнем докладе Уортоновской школы инкубация фондов описана как «стратегия улучшения прошлых доходов... процесс управления инвестиционными счетами с малой капитализацией и самостоятельным финансированием в среде, лишь наполовину являющейся частной»¹⁸³. В докладе сообщается, что доходы, полученные фондами на стратегии инкубации, на 18% превышают среднегодовые доходы фондов, работа которых была свернута. В статье приведен пример фонда-инкубатора, который в течение трех лет давал доход в 28,79% и заслужил наивысший рейтинг «пять звезд» у Morningstar. Некоторые фирмы учредили целый ряд фондов-инкубаторов, сделав это, скорее всего, в рамках хорошо продуманной маркетинговой стратегии. Только за последнее десятилетие было создано (и исчезло) 128 таких фондов, которые стартовали достаточно сенсационно для того, чтобы выйти из инкубационной стадии, но только с той целью, чтобы потом вернуться в число посредственных фондов или того хуже. В докладе также сделан вывод о том, что фонды, выжившие и вышедшие на публичное предложение, страдают от резкого изменения доходности к худшему (т. е. от падения доходов в постинкубационный период). Фирмы, прибегающие к этой стратегии, создают большое количество фондов-инкубаторов для того, чтобы, как говорится в статье, «инвесторы оптимистично оценивали их способности. Тем самым удается привлечь дополнительный приток инвестиций». А

¹⁸³ Evans R. B. Does Alpha Really Matter? Evidence from Mutual Fund Incubation, Termination, and Manager Change? // Job market paper. 2004. January.

когда инкубационным фондам не удается повторить свои успехи после того, как они вступают в реальный инвестиционный мир, их просто ликвидируют. Такое поведение вряд ли соответствует организации, эксплуатации и управлению фондами в интересах их акционеров. Скорее, это поведение самым непосредственным образом соответствует организации фондов исключительно в интересах лиц, их учреждающих, что прямо противоречит целям закона 1940 г. Инкубационные фонды всецело связаны с маркетингом и не имеют ни малейшего отношения к управлению. Комиссия по ценным бумагам и биржам должна положить конец оглашению доходов, полученных этими фондами во время инкубационного периода.

4. Пенсионные планы 401 (к). В недавних сообщениях прессы говорится о тайных платежах, которые управляющие фондами выплачивают консультантам по планированию и клиентам. Зачастую такие платежи принимают форму компенсационных выплат. Сложные отношения между административными расходами, которые несет компания, и суммами, перекладываемыми на участников пенсионного плана, расходами, которые несет спонсор фонда, и их отношением к суммам вознаграждений, генерируемых активами, и источники всех вознаграждений, выплачиваемых консультантам по пенсионным вопросам (иногда компаниями, спонсирующими пенсионные планы, иногда — управляющими, торгующими акциями управляемых ими фондов), — все это заслуживает быстрого и тщательного изучения. Большинство схем 401 (к) не регулируется, и в отрасли, по-видимому, не существует общепринятых принципов добросовестных приемов работы.

В редакционной статье, опубликованной в Barron's в ноябре 2003 г., вероятно, лишь слегка поскребли по поверхности, сказав: «Существует еще один, непризнанный скандал с инвестиционными фондами, замаскированный под обычный способ ведения бизнеса. С момента, когда Конгресс изобрел пенсионный план 401 (к), работодатели, спонсирующие пенсионные планы, заключают сделки с компаниями, управляющими инвестиционными фондами. Открытой информации по этому вопросу мало. Наемным работникам не рассказывают, сколько денег их работодатели передают управляющим инвестиционными фондами компаний, происходят ли возвраты этих сумм и происходят ли такие операции вообще. Одной управляющей компании дают эксклюзивный доступ к тысячам работников. Однако ясно, что большинство работодателей, даже крупнейших и самых щедрых, ведут дела своих пенсионных фондов, финансируемых за счет взносов работников и работодателей, с одной и только с одной группой инвестиционных фондов. Ясно и то, что некоторые работодатели выбирают группы фондов, которые взимают максимально высокие гонорары за свои услуги, несут максимальные расходы, делая своих работников клиентами-рабами и передавая неведомые доли их сбережений группам фондов, замешанным в обычных для инвестиционных фондов злоупотреблениях»¹⁸⁴. Эта сфера должна стать высшим стратегическим приоритетом для комиссии. Работа в данном направлении началась с публикации в мае 2005 г. доклада о гонорарах,

¹⁸⁴ Donlan T. G. Fun Management: Which Came First, the Dragons or the Sheep? // Barron's. 2003. November 17. P. 42.

выплачиваемых консультантам по пенсионным вопросам.

5. Изучение экономики отрасли инвестиционных фондов. Моя написанная в Принстоне много лет назад диссертация под названием «Экономическая роль инвестиционных компаний» была моей юношеской попыткой предпринять экономическое исследование отрасли инвестиционных фондов¹⁸⁵. Хотя Комиссия по ценным бумагам и биржам в 1953 г. предприняла исследование отрасли, снова сделала это в 1971 г. в рамках отчета Institutional Investor Study Report, мне неизвестно ни одного всеобъемлющего исследования, которое было бы проведено после 1971 г. Драматические изменения, произошедшие в отрасли за последующие 30 лет, еще нуждаются в изучении и оценке.

В 1995 г. я написал письмо главному экономисту Комиссии по ценным бумагам и биржам и призвал провести экономическое исследование инвестиционных фондов как отрасли. Этот господин ответил мне, в сущности сказав: «Прекрасная мысль! Но отрасль никогда не предоставит нам данных». Сегодня ставки слишком велики для того, чтобы мириться с таким высокомерным отказом. Для того чтобы улучшить наше понимание того, как на самом деле работает отрасль инвестиционных фондов, необходимо всеобъемлющее экономическое исследование, в котором была бы дана оценка роли инвестиционных фондов и их управляющих в контексте национальной экономики США и общественных интересов.

Пришло время проследить движение денег — объяснить источники прямых доходов отрасли,

¹⁸⁵ Bogle J. C. The Economic Role of the Investment Company. Senior thesis. Princeton University, 1951.

которые оплачивают акционеры (вознаграждения за управление, административные гонорары, вознаграждения за распространение, комиссионные сборы, гонорары, выплачиваемые наличными, и т.д.), и косвенных доходов, используемых управляющими фондов, в том числе брокерских комиссионных. Настало время объяснить, как используют эти поступления — на администрацию, маркетинг и распространение, управление инвестициями и на другие статьи серьезных расходов, включая плату за услуги брокеров, покрываемую из общей суммы комиссионных. В нынешнем информационном вакууме законодательная власть и регулирующие органы плутают во тьме невежества, а должны работать в свете знаний.

Нам необходимо гораздо лучше понимать радикальные изменения, происходящие в политике инвестиционных фондов, в том числе разбухающие нормы оборота портфелей и соотношения между размерами фондов и эффективностью их работы. Как говорит Уоррен Баффет, «толстый бумажник — враг высокой доходности», и приведенный ранее пример Magellan Fund явно подтверждает этот вывод, который подкрепляют данные по всей отрасли¹⁸⁶. Тогда почему же так мало управляющих фондами ограничивают размер управляемых ими активов в пределах одного фонда или комплекса фондов? Более того, необходимо уметь с максимальной возможной точностью вычислять степень, в которой управляющие фондами пользуются эффектом масштаба, а также степень, в которой выгодами, полученными за счет эффекта масштаба, управляющие делятся с акционерами фондов.

¹⁸⁶ Buffett W. E. Chairman's Letter. Berkshire Hathaway 1994 Annual Report. 1995. March 7.

Например, одна крупная управляющая компания ни в малой мере не делилась с акционерами выгодами, полученными за счет эффекта масштаба. Хотя активы American Century выросли более чем в 286 раз по сравнению с первоначальным размером (с 18 млн долл. в 1967 г. до 5,1 млрд долл. в 2004 г.), коэффициент расходов фонда в 2004 г. оставался точно таким же, каким был в 1967 г., — на уровне 0,98%. Активы всех фондов, входящих в группу и инвестирующих в акции, выросли до 68 млрд долл., но средний по группе коэффициент расходов в 2004 г. составил 1,0%, что на 2% выше коэффициента расходов одного-единственного крошечного фонда (из которого впоследствии выросла группа фондов) 37 лет назад. Результат: сумма вознаграждений, выплачиваемых за счет акционеров фонда, инвестирующего в акции, выросла со 149 тыс. долл. в 1967 г. до 650 млн долл. в 2004 г.

Наконец, в таком исследовании необходимо изучить экономические последствия усиления конгломератов в отрасли. Приобретение компаниями, управляющими фондами, гигантских банков и финансовые конгломераты еще более отдаляют интересы акционеров фондов от целей, которые стояли перед отраслью в начале ее существования, в период, когда руководители частных управляющих компаний непосредственно взаимодействовали с директорами инвестиционных фондов и несли перед ними ответственность. Как позволяют предположить данные, приведенные в главе 7, если измерять доходы на инвестиции, обеспечиваемые дочерними фирмами этих гигантов, в сравнении, становится очевидным, что конгломераты сослужили акционерам фондов дурную службу.

Временная проблема или вечная трясина?

Пять рассмотренных выше примеров относятся к наиболее ярким проявлениям реальности. А реальность эта такова: инвестиционные фонды — это предприятия, которые работают прежде всего в интересах управляющих и в явный ущерб собственникам фондов. Оказывается, инвестиционный фонд America демонстрирует ту же самую аберрационную модель деятельности, которую мы наблюдаем во всей отрасли финансовых услуг и во всей корпоративной Америке. Каждый случай заслуживает тщательного рассмотрения на уровне государственной политики. Решить эти проблемы непросто. Обратимся к недавней публикации одного из экономистов Федеральной резервной системы. Публикация озаглавлена «Инвестиционные фонды: временная проблема или вечная трясина?»¹⁸⁷ Автор утверждает, что, несмотря на конфликт интересов между собственниками фондов и управляющими фондов, «[у управляющих фондами] есть одна и только одна разумная цель: максимизация собственной прибыли управляющих фондами». Данные за прошлые периоды со всей очевидностью свидетельствуют о том, что такая максимизация прибыли действительно является целью почти всех управляющих. Управляющие компании сидят за рулем автомобиля инвестиционных фондов, усадив акционеров фондов на заднее, зачастую сломанное, сиденье, а иногда даже запихнув их в багажник. Но если говорить о юридической стороне вопроса, то закон 1940 г. помещает акционера на переднее

¹⁸⁷ Ib.Tkac P. A. Mutual Funds: Temporary Problem or Permanent Morass? // Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review. Fourth Quarter 2004. Vol. 89. No. 4. P. 5.

сиденье, и на самом деле возникает вопрос о том, следует ли управляющих вообще допускать к управлению фондами.

Я, например, не хочу отправлять отрасль инвестиционных фондов в вечную трясику. Я слишком высоко ценю огромный потенциал эффективного служения этой отрасли американским семьям для того, чтобы мириться с выводом, который сделан в публикации Федеральной резервной системы. Просто недопустимо, чтобы инвестиционные фонды и дальше увязали в любой трясику, в которой интересы управляющих ставятся выше интересов акционеров хотя бы на момент, не говоря уж о вечности такого положения. Национальная политика требует того же, чего требует и закон, а именно: отрасль инвестиционных фондов должна действовать в интересах общества и инвесторов.

Что такое общественный интерес?

Люди, разрабатывавшие закон 1940 г. об инвестиционных компаниях, не дали определения того, что они имеют в виду, говоря «национальный общественный интерес и интерес инвесторов». Поэтому позвольте мне взяться за дело и сказать, что могло бы считаться разумным определением этих интересов.

- Фонды должны предоставлять надежное хранилище для долгосрочных инвестиций.
- Фонды должны предлагать производительную среду для накопления пенсионных средств.
- Фонды должны способствовать повышению эффективности функционирования рынков капитала.
- Фонды должны быть конструктивными участниками корпоративного управления.

- Фонды должны полностью и справедливо раскрывать свои риски, доходы и расходы.

- Директора фондов должны быть независимыми, свободными от конфликтов и обладать полномочиями, позволяющими действовать исключительно в интересах акционеров фондов.

- Фонды должны обеспечивать благоразумное управление активами акционеров.

Эти семь характеристик полностью соответствуют самоочевидным выводам из декларации целей, содержащейся в законе. Пришло время зафиксировать эти характеристики в законе.

Если бы представители отрасли на практике соблюдали подразумеваемый законом 1940 г. стандарт фидуциарных обязанностей, если бы действовала описанная мною выше структура, в настоящий момент нам не надо было бы ни обсуждать новые меры регулирования, необходимые для защиты инвесторов от сделок, заключаемых во внеурочное время, с помощью новых обязательных к исполнению принципов, ни устранять нарушения контрольных показателей. Не надо было бы ни реформировать действующую в отрасли структуру вознаграждений за управление, ни обеспечивать соблюдение лучшей практики сделок с портфельными ценными бумагами. Не надо было бы устранять злоупотребления, связанные с покрываемыми из общей суммы комиссионных платами за услуги брокеров, или определять роль и функции отрасли директоров и попечителей инвестиционных фондов. Сегодня мы обсуждаем эти вопросы потому, что отрасль инвестиционных фондов не соответствует главному принципу закона 1940 г. и не выполняет первоочередной обязанности служить собственникам фондов, а не управляющим и директорам фондов.

Деятельность фондов должна всегда и всячески соответствовать интересам собственников

фондов так, чтобы служить этим интересам. Какие катализаторы могут понадобиться для осуществления этой перемены? Череда событий, ускоривших создание Vanguard осенью 1974 г., подсказывает один возможный ответ на этот вопрос. Тогда наблюдались: мощная медвежья конъюнктура на рынке, низкая эффективность фонда, чрезмерно агрессивный маркетинг чрезмерно спекулятивных фондов, перспективы значительной экономии на расходах и совет, возглавляемый сильным лидером.

В случае Vanguard таким лидером был председатель группы независимых директоров фонда — покойный Чарльз В. Рут-младший, который оказал выдающиеся услуги делу инвестиционных фондов (в истории отрасли вклад этого человека заслуживает отдельной главы). Рут стремился оказать поддержку радикальному предложению, выдвинутому человеком, которого только что сняли с поста главы управляющей компании, но который оставался председателем фондов. Этим человеком оказался я. Итак, после месяцев мучительных раздумий дело было сделано: фонды сначала приняли на себя ответственность за свое администрирование и ведение документации для акционеров, а вскоре после этого и ответственность за распространение и некоторые другие виды инвестиционной деятельности. Как отмечено в главе 8 («Альфа и омега»), то, что мы называем «эксперимент Vanguard» в управлении инвестиционными фондами, намного превзошло существовавшие в фирме и отрасли ожидания сокращения расходов и обеспечения оптимальных доходов акционеров. В то же время достижения Vanguard как предприятия наверняка превосходили самые безумные мечты не только людей, относившихся к эксперименту скептически, но и первых сторонников

эксперимента. Рыночная доля активов отрасли продолжала безостановочно расти.

«Взаимный» инвестиционный фонд

Создание новых типов организации взаимных инвестиционных фондов, полностью соответствующих принципам закона 1940 г., — нелегкое дело. Потому что не будет никакого экономического стимула вкладывать капитал, время и силы, мучиться головной болью и сердечными приступами, не имея возможности заработать на всех этих муках, жертвах и затратах. Даже Vanguard выросла, как феникс, из праха существовавшей группы фондов, в которой испортились отношения между управляющим и директорами.

Разумеется, фонды сами собой не родятся и в первые годы своего существования не могут процветать сами по себе. Как и детям, им нужны родители, которые возвращают их по мере их взросления. Но есть некоторая точка, достигнув которой, инвестиционные фонды становятся взрослыми. Они обретают полную способность работать самостоятельно (лучше или хуже) и жить независимо, без родительского надзора. Между тем, хотя первые инвестиционные фонды достигли зрелости в конце 40-х и в 50-х годах XX в., они оставались под властью родителей. Единственным исключением была Vanguard. Теперь, когда старейший в отрасли фонд отмечает свою 80-ю годовщину, не пришло ли время самостоятельности крупных, укоренившихся групп фондов?

Могущественные экономические интересы, не говоря уже о человеческой инертности, препятствуют срочным переменам, в которых нуждается отрасль инвестиционных фондов. Но не все потеряно. Несмотря на упрямство управляющих фондами и предпринимателей (не говоря уже о

сопротивлении финансовых конгломератов, контролирующих крупную долю активов фондов), существует другой путь к переменам: пробуждение инвестирующей публики. Если перемен потребуют инвесторы, отрасли придется откликнуться. В опубликованной в 1999 г. книге «Что говорит здравый смысл об инвестиционных фондах: новые перспективы для разумных инвесторов» я выдвинул несколько соображений о том, что могло бы побудить инвесторов потребовать долю, причитающуюся им по справедливости:

«Метод проб и ошибок — одна из возможностей. Инвесторы, жестоко обжегшиеся на продолжительной низкой эффективности своих капиталовложений или даже на существенном падении цен на акции (такое запоминается намного лучше), не скоро вернутся в число людей, окормляемых отраслью. Инвесторы, покупающие акции и паи фондов, которые пользуются ажиотажным спросом, экспериментирующие со временем совершения сделок, покупающими и совершающими спонтанные и частые сделки обмена фондами, в один прекрасный день узнают на собственном болезненном опыте, что такие близорукые подходы не только непродуктивны, но и приносят результаты, противоположные желаемым¹⁸⁸ (конечно, если только они, как говорит генеральный прокурор Спитцер, не „делают ставку на лошадь после заезда“)».

По счастью ли, по милости ли Божьей или благодаря здравому смыслу, сценарий, описанный мною в 1999 г., оказался почти точным предсказанием того, чему суждено было вскоре случиться: падения цен на акции наполовину,

¹⁸⁸ Bogle]. C. Common Sense on Mutual Funds. New York: Wiley & Sons, 1999. P. 392 – 393.

болезненного и дорогостоящего опыта инвесторов, которые купили акции модных фондов, инвестировавших в «новую экономику», скандалов, связанных с проведением сделок во внеурочное время, и разлагающих последствий чрезмерных расходов фондов. Все это порождено почти полным отсутствием уравнивающей управляющих силы, которая принадлежала бы самим инвестиционным фондам. И все-таки в целом и общем инвесторы пока остаются пассивными и спокойными.

В полном соответствии с прошлыми закономерностями, по мере того как фондовый рынок мало-помалу восстанавливался, возобновился довольно сильный приток денег в отрасль инвестиционных фондов. Но инвесторы фондов стали более разборчивыми, в массе своей избегая спекулятивных фондов и управляющих, замешанных в скандалы, и отдавая предпочтение более осторожным фондам, которыми руководят менее дорогие управляющие.

Пробуждение инвестирующей публики

Итак, инвесторы ныне ближе, чем когда-либо, к тому, чтобы потребовать причитающуюся им справедливую долю. Но как группа они, по-видимому, все еще забывают о выгодах, которые приносят фонды, управляемые в интересах инвесторов. Предстоит пройти длинный путь, ибо без массированного сдвига в поведении инвесторов (неважно, примет ли этот сдвиг форму политического давления на законодателей или форму «голосования ногами») исправить то, что неправильно работает в Америке инвестиционных фондов, будет почти невозможно. Инвесторы не могут более не обращать внимания на действия управляющих фондами, которые предают их интересы или тянут с инвесторов чрезмерно высокие

вознаграждения и другие расходы, или заманивают их в ненадежные фонды в самое неподходящее для этого время, или просто на протяжении слишком многих лет обеспечивают инвесторам неадекватные, неконкурентоспособные доходы. Если даже самый продвинутый инвестор не знает и знать не хочет о своих собственных экономических интересах, все силы правительства, любые меры регулирования и любые призывы к реформе окажутся недостаточными для того, чтобы привести к необходимым переменам.

Если вы — инвестор, вложившийся в один из инвестиционных фондов, вам необходимо позаботиться о собственных экономических интересах. Прежде всего вам потребуется информация, а именно:

- полное раскрытие данных не только о коэффициентах расходов фонда, но и о фактических долларовых суммах лежащих на вас годовых расходов, т.е. данных, которые легко представить в отчете фонда в конце года;

- полное раскрытие понесенных фондами транзакционных издержек — не только брокерских комиссионных, но и спредов между ценами спроса и ценами предложения и расходов, связанных с воздействием рынка. Совокупная сумма таких расходов за год должна быть представлена как процентная доля ваших личных инвестиций в фонд и полное раскрытие налоговых последствий стратегий, предусматривающих высокий оборот активов фонда;

- полное раскрытие воздействия связанных с продажами расходов на ваши инвестиционные доходы за год; вам необходимо также знать степень, в которой ваш брокер или консультант получает дополнительное вознаграждение или дополнительные брокерские комиссионные как компенсацию за

предложение рекомендованных фондов инвесторам и в которой управляющий вашего фонда запасается «площадями для выкладки товара» в одном из новых супермаркетов, торгующих финансовыми инструментами.

На сегодняшний день доступно очень мало такой информации. Управляющие фондами нисколько не заинтересованы в том, чтобы позволить вам понимать, что вы ежегодно платите, возможно, добрых 2–3% стоимости ваших активов за поиски более высоких доходов и что эта сумма фактически исключает достижение не только очень высоких, но даже посредственных доходов и гарантирует неадекватные доходы. Пока расходы инвестиционных фондов остаются на нынешних высоких уровнях, немногие инвесторы фондов будут близки к тому, чтобы получать 100% доходов, которые обеспечивает рынок. Данные свидетельствуют: в отрасли инвестиционных фондов инвестор получает то, за что не платит.

Управляющие фондами также не хотят, чтобы вы и прочие инвесторы понимали ослабляющий эффект смешивания всех этих расходов. Благодаря работающим на инвестиционные фонды маркетологам большинство инвесторов отлично осознают магию объединения доходов. Однако благодаря опять-таки отрасли очень немногие инвесторы осознают тиранию объединения расходов. И все же, как мы видели, расходы могут на две трети сокращать доходы, которые мог бы получить инвестор за срок жизни инвестиций, просто покупая высоко котирующиеся на рынке акции и сохраняя купленное.

Как инвестор фонда вы имеете право и на получение информации о рисках. Хотя измерение рисков — дело смутное и сложное, просто знание волатильности (стандартного отклонения) доходов

вашего фонда от показателей фондового рынка — существенное, крайне важное знание. Столь же важно знать волатильность и инвестиционное качество акций в портфеле фонда. Это необходимо знать для того, чтобы, когда вы станете искать облигации инвестиционного класса, вам не пришлось бы оказаться перед полным мусора разбитым корытом. В общем, информация о рисках и расходах имеет глубокий смысл и крайне важна. С другой стороны, информация о доходах, полученных фондом за прошлые периоды, особенно о краткосрочных доходах, почти бессмысленна. Увы, в инвестиционных фондах прошлое слишком редко оказывается прологом к будущему.

Семь столпов мудрости

Если отрасли инвестиционных фондов предстоит стать инвестиционным инструментом, благодаря которому промышленность реализует свои возможности, инвесторам тоже необходима мудрость. Действительно, если информация крайне важна, то мудрость бесценна. Вот семь столпов мудрости, необходимых каждому инвестору:

- мудрость для того, чтобы понимать важность не прежних доходов на рынках акций и облигаций, а источников этих доходов;
- мудрость знания того, что риски, присущие конкретным ценным бумагам и секторам рынка, а также риски, связанные с управлением, можно существенно смягчить и даже полностью устранить с помощью диверсификации так, что останется только риск, присущий фондовому рынку;
- мудрость знания того, что сам рыночный риск уже достаточно велик, даже без прочих рисков;

- мудрость знания того, что против стремления «обыграть рынок» и против попыток удачно выбрать время проведения сделок действуют мощные шансы и что на каждого преуспевшего в этом инвестора необходимым образом приходится другой инвестор, потерпевший поражение (расходы и налоги лишь уменьшают успех и усугубляют неудачи);

- мудрость знания нашего неведения. В эти неопределенные, даже опасные времена мы не знаем, как будет выглядеть наш мир завтра, не говоря уже о том, как он будет выглядеть через десять лет или в следующем поколении;

- мудрость понимания того, что самым благоразумным курсом является курс на соблюдение должного баланса между акциями и облигациями;

- мудрость знания того, что отказ от инвестирования — самый верный путь к невозможности создать состояние, необходимое для обеспечения прочного финансового состояния.

Справедливая доля

Нашим законодателям и регуляторам вполне по силам обеспечить инвесторам полный доступ к такой информации, однако необходима особая комиссия по защите инвесторов, которая занималась бы исключительно просвещением инвесторов и распространением информации. Повышение грамотности инвесторов весьма важно, но необходима также мудрость инвесторов, а это — редкое качество, слишком часто обретаемое благодаря тяжким испытаниям всей жизни. Для тех, у кого нет такой мудрости, инвестирование на финансовых рынках может оказаться очень дорогостоящим способом обретения мудрости. Разумеется, сильная, уважаемая и независимая

комиссия по защите инвесторов стала бы хорошим началом.

Вооруженные знаниями и мудростью, инвесторы, наконец, станут инвестировать в фонды, в которых им гарантирована прежде всего та доля доходов, которая им причитается по справедливости. Инвестировать в фонды с низкими расходами, низким оборотом портфелей и низкими брокерскими комиссиями; в фонды, эффективные в плане налогообложения, в фонды, портфели которых хорошо диверсифицированы; в фонды, которыми управляют люди, личные и профессиональные качества которых засвидетельствованы тем, как они наделе организуют, заставляют работать фонды, как они управляют этими фондами в интересах собственников фондов, а не в собственных интересах, действуя под надзором сильных и независимых советов директоров. Короче говоря, инвесторы понесут деньги в фонды, которые позволят инвесторам продержаться до конца жизни.

Отрасль инвестиционных фондов тоже должна сыграть роль в своем собственном ремонте, начав с дозы здорового самоанализа, который пока блистает отсутствием. Такой самоанализ должен признать слабости, развившиеся в отрасли в последнее время. Как бы мучительно ни было представителям инвестиционных фондов слышать о том, что их отрасль называют «самой большой в мире операцией по съему сливок» (слова сенатора Фитцджеральда) или «гигантской машиной для стрижки» (слова генерального прокурора Спитцера)¹⁸⁹, эти обвинения не лишены известного основания. В конце концов, управляющие получают

¹⁸⁹ Spitzer E. Speech before Money Magazine's 2004 Money Summit. New York. 2004. June 8.

свое вознаграждение прежде, чем инвесторы получают свои доходы, и чем больше получают управляющие, тем меньше достается инвесторам. Просто нельзя отрицать того, что в пищевой цепочке сектора финансовых услуг собственники фондов занимают самую низкую ступень.

Это истину признают не только американские политики. Прислушайтесь к резким словам Джека Р. Мейера, бывшего главного управляющего Harvard Management Company. Эти слова были сказаны Мейером незадолго до того, как он покинул пост главного управляющего, на котором он руководил увеличением дарственного фонда с 6 млрд долл. до 27 млрд долл. (этот рост был достигнут за 10 лет): «Инвестиционный бизнес – гигантское мошенничество. Большинство людей думают, что им удастся найти управляющих, способных превзойти рынок, но они ошибаются. Скажу, что от 85 до 90% управляющих не могут работать на уровне заданных им стандартов. Поскольку управляющие получают вознаграждения и генерируют транзакционные расходы, они, как вы понимаете, уничтожают стоимость. Большинству инвесторов для того, чтобы снизить вознаграждения управляющих и налоги, следует просто вкладывать деньги в индексные фонды. В этом нет никаких сомнений»¹⁹⁰.

Хотя Мейера можно считать аутсайдером отрасли, Питера Линча из Fidelity следует признать законченным инсайдером. И все же мнения этих двух людей, по-видимому, совпадают. Уйдя в 1990 г. со всех постов, Линч, успешно и долгое время управлявший Magellan Fund, публично

¹⁹⁰ Цит. по: Symonds W. C Omlne Extra: Husbanding that \$ 27 Billion// Business Week. December 27, 2004. http://www.business.com/KkSYT7lYQ3RdgsQYA/magazibe/content/04_52/b3914474.htm.

заявил, что «большинству инвесторов было бы лучше вкладываться в индексные фонды»¹⁹¹.

В известном смысле Мейер и Линч просто заявляют очевидное: индексный фонд, руководствующийся показателями всех рынков, или индексный фонд, руководствующийся индексом Standard & Poor's 500, дают намного лучший способ инвестирования, чем поиск в, по-видимому, бесконечном списке продуктов, предлагаемых движимой маркетингом, собирающей активы машиной, в которую превратилась ныне отрасль инвестиционных фондов. К этому простому идеалу, возможно, приближаются другие типы фондов, инвестирующих в акции. Наверняка найдутся и немногие фонды, которые превзойдут этот идеал. Но их шансы на успех поистине ничтожны.

Это всецело реалистичное, но слишком часто игнорируемое мнение разделяют многие независимые и уважаемые люди. В 2004 г. в этот хор влилась даже редакционная страница образцово консервативной Wall Street Journal:

Станут ли клиенты фондов по-прежнему поддерживать огромные накладные расходы для того, чтобы сохранять неэффективную, непроизводительную систему выбора акций, которая существует в сотне тысяч фондов, которые обслуживают любой «стиль» инвестирования, любой сектор экономики или любую региональную подгруппу, какие только может выдумать какой-нибудь занимающийся маркетингом идиот? Вряд ли. Грядет суровое потрясение, и одним из принесенных им откровений станет то, что искусство подбора удачных акций — всего лишь крайне раздутая

¹⁹¹ Is There Life After Babe Ruth? // Barron's. 1990. April 2. P. 15.

часть головоломки и что конкурентоспособную фирму от неконкурентоспособной отличает именно контроль над расходами¹⁹².

Грядущее потрясение

Когда это жестокое потрясение начнется (а оно начнется), и собственники фондов начнут переводить свои деньги туда, куда велит им здравый смысл и простое благоразумие, дни капитализма управляющих в Америке инвестиционных фондов будут сочтены и настанут дни капитализма собственников. Инвесторы будут искать и выбирать фонды, независимые директора которых, действуя как верные доверенные лица акционеров и выполняя новые, четко определенные обязанности, вернут инвесторов на по праву принадлежащее им водительское место в отрасли инвестиционных фондов. Собственники фондов получают соответствующее и справедливое вознаграждение.

Но встряска может зайти дальше и привести к консолидации по меньшей мере части американских инвестиционных фондов. Крупные группы фондов перестанут заключать соглашения с внешними управляющими компаниями об эксплуатации и управлении портфелями. Эти функции фонды будут выполнять собственными силами и самостоятельно управлять собой. Фактически акционеры инвестиционных фондов станут собственниками управляющих компаний, осуществляющими надзор за инвестиционными фондами. Акционеры будут выдвигать собственных должностных лиц и набирать сотрудников, а огромные прибыли, ныне получаемые

¹⁹² Jenkins Jr H. W. Also Stalking the Fund Industry: Obsolescence // Wall Street Journal. 2003. December 10.

внешними управляющими, пойдут акционерам, которые не станут расточать свои деньги на дорогостоящие маркетинговые кампании, задуманные с целью привлечения новых инвесторов за счет существующих инвесторов. Инвесторы фондов не станут создавать новые фонды на потребу внезапно возникшей моде. При снижении расходов инвесторы смогут либо получать более высокие доходы, либо снижать свои риски. Возможно, им удастся и то и другое. Возможно, что они даже поймут достоинства фондов, руководствующихся индексом рынка.

Независимо от конкретной структуры будущих фондов, от того, будут ли они традиционными или инвестиционными фондами открытого типа, структура, при которой акционеры и их директора обладают постоянным управлением фондом, будет принципиально отличаться от структуры, предопределяющей господство управляющих, и приведет к появлению фондов, которые будут действительно организованы в интересах акционеров и будут работать и управляться в интересах акционеров. Такие фонды повысят экономическую стоимость для своих акционеров, предоставляя инвесторам большую долю вознаграждений за инвестирование. Тем самым эти фонды будут успешнее других привлекать внимание — и деньги—миллионов собственников фондов, стремящихся получить причитающуюся им по справедливости долю доходов. По мере усиления инерции этого сдвига изъяны американских инвестиционных фондов будут исправлены, а породившие эти изъяны причины станут просто воспоминаниями.

В начале 2003 г. молодой журналист из журнала Fortune Джастин Фокс спросил меня, оптимистично ли я смотрю на исход дела. Я

ответил: «Нет, я не оптимист. Я уверен. Почему? Потому что инвесторы могут пренебрегать собственными интересами до конца моей жизни и жизни Джастина. Они могут пренебрегать собственными интересами даже до конца своей собственной жизни. Но я гарантирую, что инвесторы не будут пренебрегать собственными экономическими интересами вечно»¹⁹³.

Десятая, заключительная, глава этой книги возвращает нас к теме, поднятой во введении, — к теме важности капитализма (корпоративной Америки, инвестирующей Америки и Америки инвестиционных фондов) для правильного функционирования американского общества и силы Америки как нации. И здесь я призываю к созданию федеральной комиссии, которая предпримет стремительное и обширное изучение двух жизненно важных аспектов нашего нового мира. Во-первых, необходимо изучить перспективы массированного вытеснения прямого права собственности акционеров американских корпораций в пользу новой системы «собственности агентов», преимущественно финансовых посредников (инвестиционные и пенсионные фонды), которые держат акции, заботясь о благе своих собственников и бенефициаров. Во-вторых, необходимо изучить ухудшающееся состояние американских систем государственных, частных и индивидуальных пенсионных систем, составляющих стеновой хребет сбережений нации.

Обобщая суть этой книги (а она написана о том, что пошло не так в этих трех крупных составляющих капитализма, о том, почему возникли эти сбои, и о том, как исправлять эти

¹⁹³ Fox]. Saint Jack on the Attack // Fortune. 2003. January 8. P. 112.

недостатки), я обращаюсь к мудрости некоторых наиболее глубоких мыслителей настоящего и прошлого, в том числе ссылаюсь на мнение Генри Кауфмана, Феликса Рохатина, Алана Гриспена, Уоррена Баффета, Адама Смита, Йозефа Шумпетера, Джона Мейнарда Кейнса, Джозефа Стиглица и Луиса Брандейса. Все эти люди так или иначе разделяют многие из моих тревог.

В завершение я подчеркиваю, что мои идеи ограниченного государственного вмешательства через такую федеральную комиссию всецело гармонируют с федерализмом того типа, который поддерживали в числе прочих величайших лидеров Америки Александр Гамильтон, Генри Клей, Авраам Линкольн и Теодор Рузвельт. Следование провозглашенным этими людьми принципам позволит нам, говоря словами Томаса Пейна, «начать мир заново».

Глава 10. Американский капитализм в XXI веке :

«Начать мир заново»

Традиционный капитализм внес исключительно важный вклад в экономическое и социальное величие Америки. Однако в последнее время этот капитализм сошел с пути, ушел от своей первоначальной концепции власти собственности к концепции власти управляющих в корпоративной Америке, в инвестирующей Америке и в Америке инвестиционных фондов. Впрочем, нашу систему можно привести в порядок, и я остаюсь убежденным оптимистом в отношении способности Америки к исправлению.

И на лидерах американского бизнеса, и на лидерах американских финансов лежит обязанность пойти гораздо дальше, чем реформы, описанные в этой книге. Некоторые из этих реформ уже начаты, а некоторые вот-вот начнутся. Скандальные действия американских управляющих вызвали мощную реакцию. Конгресс принял закон Сарбейнза-Оксли, который совершенствует финансовую практику корпораций. Могущественных инвестиционных банкиров подвергли санкциям и оштрафовали за неэтичное поведение, подрывающее надежность финансовых рынков. На управляющих инвестиционными фондами были наложены штрафы за должностные преступления, а их вознаграждения были сокращены. Преступников ждет тюрьма. Комиссия по ценным бумагам и биржам, хотя и вступила в борьбу с запозданием, предпринимает энергичные меры по защите инвесторов и уже приняла правила, которые помогут исправить недостатки отрасли инвестиционных фондов.

Одновременно выступили пользующиеся огромным авторитетом в деловом сообществе, инвестиционном сообществе и сообществе инвестиционных фондов лидеры, которые внесли положительный вклад в обсуждение проблем. Посмотрим, например, что говорит выдающийся финансист, экономист и историк Генри Кауфман. В своей замечательной книге «О деньгах и рынках» он написал:

Необузданное, ничем не ограниченное финансовое предпринимательство может оказаться чрезмерным (а заодно и вредным) и привести к серьезным злоупотреблениям и попранию основных законов и нравственности финансовой системы. Подобные злоупотребления ослабляют финансовую структуру США и подрывают доверие общественности к финансовому сообществу... Слабость американской системы регулирования – естественный результат более серьезного, уходящего корнями в глубокое прошлое США дисбаланса между властью государства и властью бизнеса... Улучшить соотношение приобретений и потерь в экономической системе США можно только путем улучшения баланса между предпринимательским новаторством и более традиционными ценностями (благоразумием, стабильностью, безопасностью, здравым смыслом)...

Старшие управляющие, более чем какая-либо другая группа в современных американских финансах, должны довести до сознания центральную истину финансового поведения: нарушение правил – не просто нарушение этики и закона, но и плохой бизнес... Доверие – краеугольный камень многих

отношений в жизни. Финансовые пираты и небрежные управляющие заходят за черту, нанося ущерб всем участникам рынка... и при перетасовках часто жертвуют самим принципом доверенности в финансовых делах... Вот почему огромное большинство участников рынка, соблюдающих этические нормы и не считающих ответственность пустым словом, не должны мириться с нарушениями, творимыми немногочисленными злоумышленниками. А представители регулирующих органов и лидеры финансовых учреждений должны демонстрировать максимальную добросовестность¹⁹⁴.

Кауфман не одинок. Феликс Рохатин, пользующийся большим уважением бывший директор *hazard Freres*, — еще один из мудрецов с Уолл-стрит, высказавшихся по рассматриваемому нами вопросу: «Я — американец и капиталист, верующий в то, что рыночный капитализм — лучшая из когда-либо изобретенных систем экономики. Но рыночный капитализм должен быть справедливым, его необходимо регулировать, и он должен быть этичным. Последние несколько лет показали, что эксцессы могут возникнуть вследствие того, что финансовым капитализмом и современными технологиями злоупотребляют и ставят их на службу голой жадности. Убить капитализм могут только капиталисты, но наша система не может вынести больше злоупотреблений того типа, какой мы недавно наблюдали. Не сможет капитализм

¹⁹⁴ Kaufman H. On Money and Markets: A Wall Street Memoir. New York: McGraw – Hill, 2001. P. 304 – 305, 307, 313.

вынести и усиления финансовой и социальной поляризации, которую мы видим сегодня»¹⁹⁵.

В дискуссию вступает Алан Гринспен

К этим двум сильным, решительным голосам я добавлю мнение председателя Федеральной резервной системы Алана Гринспена, который воспроизвел позицию Кауфмана и Рохатина во вступительной части своей речи на организованной Федеральным резервным банком Атланты конференции в 2004 г.:

Недавние преступления, совершенные на финансовых рынках, подчеркивают тот факт, что едва ли можно преувеличить важность репутации в рыночной экономике... Правила не могут заменить собой характер. Практически во всех сделках мы полагаемся на слово тех, с кем мы ведем бизнес... Репутация человека, ведущего честно бизнес с предприятиями или финансовыми корпорациями, критически важна для эффективного корпоративного управления. Репутация и доверие были весьма ценными активами в свободно развивавшейся Америке XIX в. На протяжении большей части этого столетия господствовали доктрина невмешательства в экономику и принцип торговли, согласно которому ответственность за качество товара несет покупатель. Таким образом, репутация человека, который ведет дела честно, особенно ценилась.

Даже люди, склонные к неразборчивости в своих личных делах, вынуждены

¹⁹⁵ Rohatyn F. Free, Wealthy and Fair // Wall Street Journal. 2003. November 11.

придерживаться более строгих этических стандартов при проведении сделок на рынке. В противном случае они рискуют вылететь из бизнеса. Разумеется, в истории бизнеса полным-полно Фисков, Гулдов и многих других, преступавших грань закона. Но такие люди составляли явное меньшинство. За последние полвека американская публика оказалась охвачена защитой сотен федеральных агентств, которые в основном заменили... предполагаемыми удостоверениями честности деловую репутацию. В результате к 90-м годам XX в. ценность доверия, столь важная в XIX в., по-видимому, стала значить ничтожно мало по сравнению с прошлым. Но корпоративные скандалы последних лет ясно показывают, что множество принятых в прошлом веке законов не устранили наименее приятные стороны человеческой природы... Надеюсь и предчувствую, что доверие и порядочность снова будут с лихвой вознаграждаться на рынке так, как их вознаграждали в прошлом. Для бизнеса нет лучшего противоядия от финансовых преступлений недавнего прошлого¹⁹⁶.

Каждый из этих выдающихся людей подчеркивает, что нежелательный и фундаментальный сдвиг, произошедший в капитализме, невозможно изменить поправками законодательства. Проблемы намного глубже, и тревогу вызывает сама душа капитализма — та жизненная сила, которая, как я заметил во

¹⁹⁶ Greenspan A. Capitalizing Reputation. At the 2004 Financial Markets Conference of the Federal Reserve. Bank of Atlanta, Sea Island, Georgia. 2004. April 16.

введении к этой книге, одухотворяет, пронизывает и формирует капитализм и придает его энергии единство.

И все же сильных выражений, даже произнесенных этими тремя выдающимися членами финансового пантеона, недостаточно. Необходимо перейти финансовый Рубикон, сделать последний, решающий шаг, учредив культуру, сосредоточенную на служении интересам собственников американских корпораций и инвестиционных фондов, на превращении этого служения в высший приоритет, и положительно признав обязанности наших доверенных лиц и попечителей уважать возложенную на них ответственность.

Этот процесс должен начаться с возвращения к первоначальным ценностям капитализма, к рассмотренному в начале книги циклу порядочности, доверия и достоинства доверия. Когда этические ценности выдувает в окно, а службу тем, кому служить нас обязывает долг, превосходит служба себе самим, сама идея капитализма как силы, двигавшей созданием общества изобилия, целиком и полностью скисает. В предстоящую эпоху пользующиеся доверием бизнесмены, благоразумные доверенные лица и честные управляющие должны снова стать образцами великого американского предпринимательства.

«Этика бизнеса»

Наша этика — словарь определяет этот термин как нашу систему моральных принципов человеческого поведения — никогда не является совершенной и никогда совершенной не будет. Но свойственное нам стремление к лучшему должно быть неизменной целью наших граждан, и управляющие предприятий и финансовых учреждений — не исключение из этого закона. Для того чтобы

восстановить репутацию Америки как лидера, нельзя сделать худшего, чем начинать каждый день с размышлений о том, как пройти через врата праведности.

Действительно, если «этика бизнеса» не должна оставаться вызывающим презрение оксюмороном, все мы могли бы ежедневно начинать работу с определенного представления о праведности — если угодно, с разумной организации работы, ибо в значительной мере это одно и то же. Возможно, что, поступая таким образом, мы сможем определить новый минимальный стандарт порядочности для нашего общества. Вместо того чтобы превыше всего ценить финансовую прибыль, американцам следует работать над тем, чтобы превратиться в общество, в котором приоритеты будут противоположны тем, что перечислены мной в скучном перечне, приведенном в начале этой книги. Американцам следует снова начать ценить достижения выше денег, характер — выше харизмы, сущность — выше формы, добродетель — выше престижа и т. д.

Мысль о том, что ценности глубоко укоренены в деловой практике, вряд ли была неприемлема светскими экономистами былых веков. В конце XVIII в., еще до того, как Адам Смит в «Богатстве народов» провозгласил могущество и добродетели невидимой руки конкуренции и жизненную важность природы личных преимуществ и эгоизма в функционировании мировой экономической системы, он написал трактат «Теория нравственных чувств». В этой примечательной книге Смит взывал к «разуму, правилам поведения, совести, носимой нами в душе, которые являются судьей и верховным арбитром нашего поведения... Только в глазах совести, этого беспристрастного наблюдателя, обнаруживается все наше личное ничтожество...

Она показывает нам достоинства великодушия... она склоняет нас к доводам, на основании которых мы должны жертвовать самыми важными личными интересами ради еще более важных интересов прочих людей... [Н] еобходима любовь ко всему великому и благородному самому по себе, а также то, что может быть внушено этим чувством ради достоинства и величия нашего характера»¹⁹⁷. Адам Смит с нами, но на этот раз как апостол добродетели.

Йозеф Шумпетер указывает на аналогичный духовный момент. Почти 100 лет назад Шумпетер так изложил нам мотивы, движущие успешным предпринимателем: «Радость творчества... [и] воля к победе. Сюда входит, с одной стороны, желание борьбы, с другой – стремление к успеху ради успеха»¹⁹⁸.

В 30-х годах XX в. Джон Мейнард Кейнс напомнил нам, что числа – всего лишь числа, цифры на доске, которые являются единственным мерилom – и, по правде говоря, вряд ли лучшим мерилom, – предпринимательства. Кейнс подчеркивал, что неверно предполагать, что предприниматель «якобы направляется в основном мотивами, сформулированными в его собственных планах на будущее, какими бы искренними и правдивыми они ни были». Ключом к успеху является, скорее, «жизнерадостность – эта спонтанно возникающая решимость действовать, а не сидеть сложа руки». Кейнс предупреждал, что «когда жизнерадостность затухает, оптимизм поколеблен, и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический

¹⁹⁷ Смит А. Теория нравственных чувств. М.: Республика, 1997. С. 141.

¹⁹⁸ Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982. С. 193 – 194.

расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух — даже если опасения потерпеть убытки столь же неосновательны, какими прежде были надежды на прибыль»¹⁹⁹.

Эти три экономиста — несомненно, из числа величайших в истории человечества, — шлют нам одно и то же послание. Они советуют нам ставить превыше всего более значительные интересы других и наше собственное достоинство, а наш собственный эгоизм — на второе место, отводить первое место предприимчивости и жизнерадостности, а второе — прибыли, ставить радость творения и волю к завоеванию на первое место, отводя бездумному подчинению жадности последнее место.

Отцы-основатели

На карту поставлено нечто большее, чем совершенствование методов управления и инвестирования, что мы сегодня и делаем. Нам необходимо установить ряд более высоких принципов. Отцы-основатели США веровали в высокие стандарты нравственности, в справедливое общество и в благородное ведение человеческих дел. Эти убеждения сформировали сам характер американской нации. Характер имеет значение (а в этом у меня нет абсолютно никакого сомнения). Нравственные недостатки современной модели бизнеса, финансовое манипулирование корпоративной Америкой, готовность тех из нас, кто подвизается в сфере управления инвестициями, соглашаться с методами, которые, как мы знаем, неправильны, подчинение, заставляющее нас молчать, жадность, помрачающая наш разум, — все

¹⁹⁹ Кейнс Дж.М. Указ. соч. С. 154.

это разрушает тот характер, которого потребует от нас общество в будущем.

Разумеется, успешные, выдерживающие испытания предприятия должны приносить своим собственникам прибыль. Но они будут делать это наилучшим образом в том случае, если станут принимать во внимание не только интересы своих акционеров, но и интересы их клиентов, их работников, их сообществ и интересы американского общества в целом. Для капитализма это не новые идеалы. Снова послушаем Адама Смита: «Не может считаться хорошим гражданином и человек, не старающийся всеми зависящими от него способами содействовать счастью и благоденствию всего общества»²⁰⁰. Таким образом, жизненно важно, чтобы собственники корпоративной Америки громко и ясно высказались и потребовали, чтобы американские корпорации и управляющие фондами представляли интересы собственников, а не свои собственные, личные интересы. Собственники должны стоять на первом месте, управляющие — только на втором.

Мы также сделали бы благое дело, если б своими действиями почтили слова гиганта, который на протяжении многих лет занимал главное место в сердцах своих соотечественников. В 1796 г. в своем прощальном обращении президент Джордж Вашингтон напомнил нам, что «добродетель нравственности — необходимый источник народного правления» (и корпоративного правления, добавил бы я), и предупредил о том, что «и разум, и опыт запрещают нам ожидать, что национальная мораль может возобладать при исключении религиозного принципа».

²⁰⁰ Смит А. Теория... С. 227.

Самое большое препятствие

Изменения в природе корпоративной собственности — один из величайших вызовов современности. Хорошо размахивать знаменем капитализма собственников, но сегодня директора владеют только третью корпоративной Америки. Остальными двумя третями владеют агенты (финансовые управляющие), что создает порочный круг: акции принадлежат корпорациям, которые контролируют голосования акциями или оказывают мощное влияние на то, как голосуют акциями. Проблема в том, чтобы заставить финансовых посредников уважать традиционные стандарты фидуциарных обязанностей. Действия финансовых посредников должны быть продиктованы интересами тех, кому служат посредники. Управляющие фондами должны служить собственникам фондов, попечители и управляющие пенсионных фондов должны служить пенсионерам, должностные лица трастов должны служить семьям, состояниями которых они управляют, и т. д.

Напротив, в отрасли инвестиционных фондов преобладает прямая собственность инвесторов на акции. Но, несмотря на благородные цели закона 1940 г., этот закон позволяет управляющим фондами поддерживать ширину и глубину рва, отгораживающего крепость управляющих компаний и делающего эту крепость почти неприступной для штурмующих ее акционеров, как бы скверно их ни обслуживали. Совершенно необходимо укреплять власть директоров фондов для того, чтобы они могли должным образом выполнять обязанность и долг, исполнения которых требует от них закон. Закон гласит: инвестиционные фонды «организованы, работают и управляются» в интересах своих акционеров, а не в интересах своих управляющих.

Инвестиционные фонды, конечно, одновременно являются и собственниками (как акционеры корпоративной Америки), и объектами собственности, принадлежа своим акционерам. Фонды обладают латентной властью и фидуциарной обязанностью играть роль движущей силы инвестирующей Америки. И все же, как и пенсионные фонды, инвестиционные фонды по большей части пренебрегают активным корпоративным управлением. Отчасти это пренебрежение объясняется тем, что американские институты из долгосрочных инвесторов превратились в краткосрочных спекулянтов. Отрасль, владеющая капиталами, стала, скорее, отраслью, сдающей капитал в аренду. Другая причина указанного пренебрежения—конфликт интересов, с которым сталкиваются эти институты. Институты владеют активами тех самых компаний, которые они обслуживают как управляющие, ежегодно получая от этих компаний миллиарды долларов в виде гонораров за консалтинг и административных вознаграждений.

Принимая во внимание описанное в главе 4 прогрессирующее сближение управляющих инвестиционными и пенсионными фондами, мы обнаруживаем еще одну проблему. Приобретение гигантскими акционерными банками и другими финансовыми конгломератами очень многих компаний, управляющих инвестиционными фондами, усложнило и дискредитировало права собственности корпоративной Америки, создав замкнутый круг, в котором собственниками в значительной степени владеют другие собственники. Благодаря пенсионным и сберегательным планам, созданным для наемных работников, американские корпорации владеют огромными пакетами собственных акций и акций других находящихся в таком же положении

корпораций. Разрубить этот гордиев узел и таким образом ликвидировать очевидные противоречия — задача, решить которую сложно, но совершенно необходимо.

Призыв к созданию национальной комиссии

Для того чтобы вернуться к традиционным стандартам фидуциарных обязанностей и оказываемых инвесторам услуг, инвестирующая Америка должна избрать нелегкий путь. Путь этот начинается с возвращения к нашим институциональным корням. Инвесторы должны вести себя как инвесторы, а не как торговцы. Нынешнее ядро истинных долгосрочных инвесторов, включающее индексные фонды и дисциплинированных управляющих, которые опираются на основанные на фундаментальных, неотъемлемых ценностях стратегии «купи и держи», а не стратегии «купи и продай», основанные на непостоянных ценах на акции, должно организоваться для того, чтобы обозначить свою волю и привлечь на свою сторону других.

Но этого недостаточно. Поскольку непосредственных собственников акций прошлого (принципалов) ныне вытеснили институциональными управляющими (агентами принципалов), которые обязаны служить им, настоятельно необходима национальная политика разрешения этой беспрецедентной ситуации. Необходимо изменить правила игры и потребовать, чтобы институциональные инвесторы выполняли обязанности корпоративных граждан от имени и в интересах своих клиентов.

Мне нравится идея Роберта Монкса, которую я уже приводил: «Государственное вмешательство... гарантирующее американским гражданам выполнение пренебрегаемых прав

собственности на акции... явная и последовательная государственная политика, которая предъявляет всем представителям собственников, инвестиционным институтам-посредникам и управляющим фондами четко сформулированное фидуциарное требование... [действовать] в соответствии с законами о попечительстве и доверительном управлении единственно и исключительно в интересах доверителей»²⁰¹.

Выполнение этой задачи нельзя оставлять малодушным. Это дело требует назначения национальной комиссии, в состав которой должны войти наиболее умудренные, наиболее уважаемые и отлично осведомленные граждане. Вероятно, федеральному правительству следует приостановить множество законов штатов, по которым получали уставы и регистрацию американские корпорации с тех пор, как отцы-основатели предоставили такое право отдельным штатам.

Это может даже повлечь выдачу фидуциарным институтам, а возможно, и корпорациям, федеральных разрешений. Несомненно, современные федералисты резко выступают против такой инициативы (как уже отмечалось, ирония заключается в том, что людей, верящих в необходимость усиления власти штатов, ныне называют федералистами, хотя их взгляды прямо противоположны философии федералистов XVIII в., которые отдавали предпочтение усилению власти федерального правительства). Существует и третье интеллектуальное течение, которое может закрыть разрыв между крайностями. Хотя представители

²⁰¹ Monks R. A. G., Syhes A. Capitalism Without Owners Will Fail, <http://www.ragm.com/hottopics/2004/>.

этого течения лелеют убеждения в том, что отделение экономики от государства столь же необходимо капитализму, как и свободе вообще, они понимают, что народное правительство время от времени должно принимать меры и работать над решением новых и сложных проблем.

Третья позиция

Сегодня американские политические партии в философском отношении можно разделить на сторонников так называемой либеральной традиции, которая отдает предпочтение использованию национального правительства для достижения равенства и социальной справедливости, и сторонников так называемой консервативной традиции, отдающих предпочтение ограничению власти национального правительства во имя защиты свободы, прав и личной ответственности. Впрочем, вот мнение Дэвида Брукса из New York Times:

«На протяжении большей части истории США существовала третья традиция, ныне дремлющая. Представители этой традиции веруют в ограниченное, но энергичное правительство, действующее в интересах социальной мобильности и национального сплочения. Эта третья традиция, основанная Александром Гамильтоном, воспринятая Генри Клеем и подхваченная Авраамом Линкольном, была принесена в XX в. Теодором Рузвельтом... Гамильтон вышел из низов общества и в течение всей своей политической жизни пытался создать мир, в котором как можно больше людей могли бы повторить его удивительный успех. [Он] посмотрел на то, что будет после достижения независимости, и увидел страну, которой было предназначено стать величайшей

империей мира. Он стремился освободить американцев и побудить их воспользоваться всеми своими способностями. Гамильтон верил в использование правительства для повышения динамичности рынка и усиления более справедливой конкуренции. Он считал, что правительство можно использовать для содействия социальным революциям... отвергая формулу, которую слишком часто признают сегодня. Эта формула гласит, что можно служить или правительству, или рынку, но нельзя служить и правительству, и рынку одновременно. Гамильтон рассматривал свободу предпринимательства, ограниченную, но энергичную федеральную власть и национальное величие как неразрывно взаимосвязанные качества. В мышлении Гамильтона постоянно присутствовала и господствовала идея всеобщей, универсальной свободы, дело которой всегда представляла Америка. Эта идея подхлестывает личную инициативу, но в то же время собирает плоды этой энергии во имя национального величия»²⁰².

Проблема управления

Будь Александр Гамильтон жив сегодня, он наверняка бы понял, что настало время восстановить целостность и порядочность системы американского капитализма и переосмыслить инвестиционный процесс в Америке. В современной порочной версии капитализма богатствами нашего бизнеса ведают корпоративные управляющие, почти не сдерживаемые стражами. А инвестиционное

²⁰² Brooks D. How to Reinvent the GOP // New York Times. 20()<1. August 29.

сообщество слишком сосредоточено на краткосрочных ценах на акции и слишком легкомысленно относится к долгосрочным, внутренне присущим корпорациям ценностям для того, чтобы бросить вызов диктатуре текущих котировок. Толчок, который радикально изменил бы эти приоритеты, пока неясен.

Учитывая порочный круг, в котором корпорации в значительной степени сами собою владеют, американские инвестиционные посредники доказали свое нежелание применить свою латентную власть. Более того, даже у тех посредников, у которых есть мотивы для осуществления этой власти, руки скованы безнадежно устаревшими правилами голосования по доверенности. И перспективы появления хотя бы малейшей трещины в жестком проходе, который не позволяет собственникам осуществлять принадлежащие им права собственности, отказывая им в разумном доступе к сведениям о голосованиях по доверенности, выглядят все более туманными. Поскольку управляющие инвестиционными фондами прочно уселись на водительское место управления самими фондами, мы поработены системой, в которой и директора корпораций, и директора фондов, по-видимому, не только не хотят, но и не могут исполнять роль и обязанности стражей, для которых превыше всего — интересы акционеров.

Немногие могут сравниться с Уорреном Баффетом как авторитетом в вопросах инвестиций. Его продолжительный опыт ценностного инвестирования умудрил его и позволяет ему постигать суть корпоративного управления, основанного на обязанностях, которые несут лица, управляющие чужой собственностью по доверенности.

Судя по приведенным в примере 10.1 фрагментам из его писем к акционерам, прилагавшимся в прошлых годовых отчетах Berkshire Hathaway Inc., проблемы, остающиеся нерешенными в корпоративной Америке и Америке инвестиционных фондов, вызывают у Баффета отчаяние. Высказанные Баффетом мнения — ободряющий и независимый отголосок моего собственного анализа вопросов, который представлен на страницах этой книги.

Богатство народа

Одна из главных проблем, порожденных современным капитализмом управляющих, — неспособность собственников получать от американской финансовой системы причитающуюся им по справедливости долю вознаграждений. Неважно, как называть эту систему: съемом сливок, обдираловкой, гигантским мошенничеством — слишком большая часть щедрот, генерируемых американскими корпорациями, уходит в карманы топ-менеджеров, титанов Уолл-стрит и институциональных управляющих. Далее, хотя попечители пенсионных фондов обязаны служить интересам сотрудников корпораций, пенсии которых поставлены на карту, пенсионные схемы слишком часто эксплуатируют в финансовых интересах самих корпораций.

Как подробно показано в этой книге, математика инвестирования вполне проста. Чем больше берут управляющие корпорациями, инвестиционные банкиры и инвестиционные фонды, тем меньше получают рядовые инвесторы. Прибыли финансовой отрасли — фирм, занимающихся созданием, распространением и управлением активами, — выросли с 15% всех корпоративных прибылей в 1975 г. до 29% в 2003 г. Часть этого

увеличения — результат роста управляемых финансовыми посредниками активов, вызванного великим «бычьим» рынком. Другую большую долю этой захваченной прибыли можно объяснить дорогостоящими (и в конце концов оказавшимися убыточными) маркетинговыми программами, направленными на то, чтобы убедить инвесторов уйти в неосуществимые грезы о легком достижении легкого богатства. Однако вечная реальность остается неизменной: фондовый рынок — это система торговли товарами, в которой любой выигрыш одного финансового управляющего по определению оборачивается проигрышем другого управляющего. До вычета расходов все инвесторы как группа вправе рассчитывать на средние доходы. После вычета расходов их клиенты, как и должно быть, получают доходы, которые намного ниже средних.

ПРИМЕР 10.1

Уоррен Баффет о директорах

Остроумный и мудрый, пользующийся уважением голос Уоррена Баффета — редкий пример здравомыслия в том, что касается ответственности директоров корпоративной Америки и американских инвестиционных фондов. Приводимые ниже выдержки из написанных Баффетом писем председателя иллюстрируют высокий стандарт поведения директора, который отстаивает Баффет.

Директора корпораций

И способности, и преданность управляющих уже давно нуждаются в наблюдении. Действительно, почти 2000 лет назад Иисус Христос коснулся этого вопроса, с одобрением отозвавшись о «некоем богатом человеке», который сказал своему управителю: «Дай отчет в управлении твоём, ибо

ты не можешь более управлять» (Лука, 16, 2). Отчетность и доверительное управление в последнее десятилетие пришли в упадок, а нормы поведения управляющих снизились...

Большинство генеральных директоров составляют мужчины и женщины, которых вы с радостью бы сделали попечителями активов ваших детей и с которыми вы охотно бы соседствовали. Однако слишком многие из этих людей в последние годы вели себя плохо на своем рабочем месте, фабрикация цифр и вымогая неприличную плату за посредственные деловые успехи.

Директора должны вести себя так, словно у них есть один собственник, не принимающий участия в управлении, и его долгосрочные интересы они должны продвигать всеми подходящими способами. Это означает, что директора должны избавляться от посредственных или просто плохих управляющих, сколь бы приятными эти люди ни были. Если способные, но жадные управляющие заступают за черту и пытаются слишком глубоко залезть в карманы акционеров, директора должны ударить по загребушим лапам. Такая практика стала распространенной, но по рукам ударили немногих.

Почему разумные и порядочные директора так низко пали? Ответ следует искать не в неадекватности законов. Всегда было ясно, что директора обязаны представлять интересы акционеров. Скорее, дело в том, что я назвал бы атмосферой зала заседаний совета директоров. Например, в этом зале, где заседают хорошо воспитанные люди, почти невозможно поставить вопрос, не следует ли сменить генерального директора, или усомниться в предлагаемом и одобренном генеральным директором приобретении. Особенно трудно делать это в присутствии

сотрудников аппарата генерального директора и внешних консультантов, которые единодушно поддерживают решение своего босса. (Если бы эти люди придерживались иного мнения, их не было бы в зале.)

Комитеты по компенсациям слишком часто становятся похожими на игрушечных собачек, управляемых с помощью ниток. Эти комитеты смиренно следуют рекомендациям консультантов, а эта порода людей не славится преданностью безличным акционерам, которые и выплачивают вознаграждения консультантам. Этой дорогостоящей шараде надо положить конец... Генеральные директора часто сколачивают состояния, хотя их акционеры несут катастрофические финансовые убытки... Директора должны остановить это пиратство.

Чрезвычайно жестким испытанием реформы станет вопрос вознаграждений генеральных директоров. Управляющие будут жизнерадостно соглашаться с «диверсификацией» состава советов директоров, давать свидетельские показания Комиссии по ценным бумагам и биржам и принимать бессмысленные предложения, касающиеся процедурных вопросов. Однако многие будут выступать против строгого рассмотрения своих собственных заработков и побочных доходов. Если раздутые в последние годы жалованья станут основой для определения будущих вознаграждений, все превратится в пародию. Комитетам по компенсациям следует вернуться к расчетам.

Директора инвестиционных фондов

Скорее обезьяна напечатает пьесу Шекспира, чем «независимый» директор инвестиционного фонда предложит своему фонду посмотреть на других управляющих, даже если существующий управляющий

упорно демонстрирует эффективность ниже средней. Разумеется, если речь идет о личных деньгах директоров, директора обратятся к другим консультантам, но им никогда не приходит в голову сделать то же самое, когда они действуют как лица, осуществляющие доверительное управление средствами других людей.

Лицемерие, пронизывающее систему, ярко проявляется тогда, когда компанию, управляющую фондом (назовем ее А), продают за большие деньги управляющей компании Б. Тут «независимые» директора переживают момент «озарения задним числом» и решают, что именно Б — лучшая управляющая компания, какую только можно найти, даже если Б можно было нанять много лет назад (но ею долгое время пренебрегали). Не случайно, что прежде Б можно было нанять за гораздо меньшую сумму, чем сейчас, когда Б купила А. Это объясняется тем, что Б выложила огромные деньги за приобретение А, и теперь должна окупить свои затраты через вознаграждения, которые выплатят ей акционеры А, переданные новому хозяину по условиям сделки. Точно так же, как компенсационные комитеты многих американских компаний не могут удержать вознаграждения своих генеральных директоров на разумном уровне, директора инвестиционных фондов не могут вести переговоры о вознаграждениях за управление. У директоров фондов много механических обязанностей, но на самом деле они несут только две важных обязанности: они должны нанять лучшего управляющего инвестициями, а также договориться с ним о минимальном из возможных вознаграждений.

Год за годом буквально в тысячах фондов директора в обычном порядке вновь нанимают компанию, которая уже управляет их фондом, как

бы скверно они ни управляли. В том же рутинном порядке директора бездумно утверждают вознаграждения, которые во многих случаях намного превышают те, о которых можно было бы договориться. К сожалению, несмотря на то, что независимые директора фондов ведут себя как декоративные собачки, атмосфера зала заседаний совета директоров почти всегда гасит действие их генов ответственности перед доверителями.

Директора [фондов] проявили свою неспособность... договариваться о размерах вознаграждений. Если бы вы или я имели полномочия... мы легко бы договорились о существенно меньших вознаграждениях с управляющими, ныне осуществляющими управление большинством инвестиционных фондов. И поверьте мне: если бы директорам пообещали часть средств, сэкономленных ими на вознаграждениях, с небес снизошло бы снижение вознаграждений. Впрочем, при нынешней системе сокращение вознаграждений ничего не значит для «независимых» директоров, но значит все для управляющих. Отгадайте, кто выигрывает?

[До недавних скандалов] многие управляющие фондами компании проводили политику, которая наносила ущерб собственникам управляемых ими фондов, одновременно раздувая вознаграждения управляющих. Эти управляющие компании зарабатывали чистую прибыль и доходы на материальные активы, которые вызывали зависть всей корпоративной Америки. И все же для того, чтобы еще более раздуть свои прибыли, они попирают интересы акционеров фондов самым устрасшающим образом.

Так что же делают директора этих подвергающихся разграблению фондов? К моменту, когда я пишу эти строки, я не видел ни одного

директора, контракт которого был бы расторгнут за оскорбление управляющей компании (хотя такие компании, естественно, часто увольняют кое-кого из своих сотрудников). Можете вообразить директоров, которых лично обманывали таким отношением, — мол, мальчишки всегда будут мальчишками? И венец всего этого таков: по меньшей мере одна развращенная управляющая компания выставила себя на продажу, несомненно, рассчитывая получить гигантскую сумму за то, что поставит той управляющей компании, которая предложит максимальную цену, находящиеся под ее управлением инвестиционные фонды²⁰³. Это — пародия. Да почему же директора этих фондов просто не выберут ту управляющую компанию, которую они считают лучшей среди торгующихся организаций, и не заключат с этой компанией договор напрямую? Победитель в результате такого договора сэкономил бы огромные деньги, которые при нынешнем порядке уходят бывшему управляющему, который, нарушив принципы управления чужим имуществом, не заслуживает и десяти центов. Если компании-победительнице не придется нести расходы на приобретение, она наверняка станет управлять фондом за вознаграждение, которое будет намного меньше того, что она возьмет в случае сделки с управляющей фондами компании. Любой

²⁰³ Явное указание на Ричарда Стронга, чьи затруднения описаны в главе 7. После того как Стронгу пожизненно запретили заниматься операциями с ценными бумагами, он продал свою управляющую компанию банку Wells Fargo за 400 млн долл. (по крайней мере, такова оценка стоимости этой сделки). И снова, как и в случае с мистером Лассером из компании Putnam, также описанном в главе 7, «ничто не удастся лучше провала».

действительно независимый директор должен настаивать на таком способе подбора нового управляющего.

Очень многими фондами управляют хорошо и добросовестно, несмотря на то, что возможности для злоупотреблений существуют. Акционеры этих фондов получают выгоды, а их управляющие отрабатывают свое жалование. Действительно, будь я директором кое-каких фондов, в том числе тех, что взимают вознаграждения выше средних, я бы с радостью сделал два заявления, о которых я уже сказал. Кроме того, услуги этих индексных фондов очень дешевы... они по определению дружественны инвестору и для большинства людей, желающих владеть акциями, являются наилучшим вариантом выбора...

Имевшие место вопиющие злоупотребления стали предательством доверия многих миллионов акционеров [фондов]. Сотням инсайдеров отрасли следует знать о том, что происходит, однако публично об этом не сказано ни слова. Для того чтобы начать уборку в доме, понадобился Элиот Спитцер (и те, кто помогал ему, давая показания). Мы призываем директоров продолжить начатое дело. Подобно директорам корпоративной Америки этим попечителям необходимо сейчас принять решение о том, что является их делом: работа на собственников или работа на управляющих.

источник: Buffett W. E. Chairman's Letter. Berkshire Hathaway 2002 and 2003 Annual Reports. February 21, 2003, and February 27, 2004.

Как видно из таблицы 7.3, потенциал долгосрочного истребления богатства американских семей, поглощавшегося на протяжении двух последних десятилетий крупные американского

общества, раскрылся в полной мере, уничтожив значительную часть этого богатства. На протяжении срока жизни инвестиций воздействие, которое оказывают эти расходы, оказывается абсолютно ошеломляющим. Сегодня, когда люди в возрасте 21 года начинают свои карьеры, ожидаемая продолжительность остающейся им жизни составляет 62 года для мужчин и 67 лет для женщин. Посмотрим, каким будет воздействие инвестиционных расходов на протяжении 65 лет. 1000 долларов, вложенные в начале этого периода и генерирующие, скажем, 8% прибыли в год, в конце периода превратятся в 147780 долл. — такова магия сложного процента. Даже приняв ежегодные расходы на посредников, равные всего лишь 2,5%, мы увидим, что доход уменьшится до 5,5%. При такой ставке окончательная стоимость первоначальной суммы в 1000 долларов составит всего лишь 32 465 долл. — такова тирания сложных расходов. Торжество тирании над магией отражает ошеломляющее сокращение накопленного инвестором богатства почти на 80%. Потерянные инвестором 116 315 долл. поглощает, казалось бы, маленькими ежегодными увеличениями американская финансовая система.

Более того, такая шокирующая растрата богатства американских семей наверняка преуменьшает наносимый им ущерб, ибо он измерен в номинальных долларах. Даже если США повезет и инфляция в будущем составит всего лишь 2,5% в год, итоговый чистый номинальный доход в 5,5% годовых уменьшится фактически наполовину и составит только 3% в реальном исчислении (с поправкой на инфляцию). Если же из реального дохода вычесть налоги, которые переложены на инвесторов (по крайней мере, на инвесторов, средства которых не лежат на пенсионных счетах,

выплата налогов с которых отложена) неэффективными в налоговом отношении инвестиционными фондами и катастрофическими в плане уплаты налогов хедж-фондами, результат окажется разочаровывающим: доход составит в среднем от 1 до 1,5%, а то и меньше. (Запомните, что налоги, как и расходы, вычитаются ежегодно в текущих долларах, но их негативное воздействие ощущается в конце длительного периода в реальных долларах.) Для того чтобы предположить, что простые отчеты о прошлой доходности инвестиционного фонда в реальных долларах — ложная побудка, если не сигнал тревоги для инвесторов фонда, достаточно минутного размышления.

Безжалостные правила простейшей арифметики

В 1914 г. в книге «Чужие деньги» Луис Д. Брандейс, впоследствии ставший одним из наиболее влиятельных в истории членов Верховного Суда США, жаловался на олигархов, которые еще сто лет назад управляли и инвестирующей Америкой, и корпоративной Америкой. Описывая современное ему своекорыстное финансовое управление, «безнаказанно поправшее законы человеческие и божественные, обуянное манией считать, что два плюс два равно пяти»²⁰⁴, Брандейс предсказал (как оказалось, точно), что широко распространенные спекуляции рухнут, став жертвой «безжалостных правил простейшей арифметики». Затем Брандейс привел цитату из неназванного источника, возможно, из Софокла: «О, Странник, помни:

²⁰⁴ Brandeis L. D. *Other People's Money and How the Bankers Use It*. New York: Bedford Books, 1995. P. 45 (оттуда же все прочие приведенные здесь цитаты из Брандейса).

арифметика — первая из наук и мать безопасности».

Чем больше изменения, тем сильнее неизменность. Хотя ныне история эпохи, описанной Брандейсом, не повторяется, перефразируя Марка Твена, можно сказать, что она рифмуется с современностью. Американские инвестиционные системы — государственные пенсионные программы, частные пенсионные программы, все ценные бумаги, которыми владеют американские биржевые брокеры как группа, — подвержены тем же безжалостным правилам. Поскольку доходы инвесторы получают только после вычета из них расходов этой системы финансового посредничества (даже выигрыши азартного игрока составляют только те фишки, которые остаются после того, как лопаточка крупье стребает долю казино), безжалостные правила все той же скромной арифметики резко сокращают долгосрочные доходы инвесторов.

Насколько велики эти расходы посредников, вычитаемые из доходов инвесторов? Точной суммы этих расходов не знает никто. Но рассмотрим лишь некоторые центры учета расходов. Только за последние пять лет доходы инвестиционных банкиров и брокеров составили, по оценкам, 1,3 трлн долл. Прямые расходы инвестиционных фондов составили около 250 млрд долл., комиссионные по аннуитетам — около 40 млрд долл., вознаграждения хедж-фондов — около 60 млрд долл., гонорары, выплаченные финансовым консультантам, — возможно, еще 20 млрд долл. Даже не включая в общую сумму расходов, скажем, расходы по банковскому обслуживанию и страховые расходы, совокупная сумма расходов на посреднические услуги составила почти 2 трлн долл. В среднем посредникам платили по 400 млрд долл. в год. Все эти деньги — прямые вычеты, сделанные крупье из

генерированных финансовыми рынками доходов до того, как оставшаяся часть доходов выплачивают инвесторам.

Разумеется, некоторые из этих расходов создают стоимость (например, ликвидность и эффективность рынка). Однако эти расходы по определению не могут создавать доходы, которые превышали бы доходы, обеспечиваемые рынком. На деле происходит нечто противоположное: расходы, сопряженные с инвестированием, являются прямой и непосредственной причиной того, что доходы инвесторов оказываются ниже доходов, которые обеспечивает рынок, ложатся мертвым грузом на доходы инвесторов. При инвестировании инвестор получает то, что он не платит. Необходимо разработать намного более эффективный, не столь затратный способ оказания инвестиционных услуг.

Пороки частной пенсионной системы

С 1970 г. национальная политика США заключается в усилении пенсионных сбережений путем предоставления защищенных от налогов счетов, личных пенсионных счетов (IRAs, individual retirement accounts) и пенсий, отчасти финансируемых работодателем, поощрения сбережений и сберегательных пенсионных программ (обычно планов 401 (к)). Нынешняя администрация в Вашингтоне, по-видимому, намерена увеличить доступность этих пользующихся налоговыми привилегиями инструментов, а также сумм, которые каждая семья может ежегодно инвестировать в такие инструменты. Однако отнюдь не очевидно, что такие меры эффективны или будут эффективны как стимулы к увеличению сбережений американской нации. Действительно, согласно правительственной статистике нынешняя норма сбережения Америки – самая низкая за все время существования США.

Повышение нормы сбережений с помощью налоговых стимулов — серьезная задача. Прежде всего примерно 24 миллиона американских семей получают годовые доходы ниже уровня бедности (примерно 19 тыс. долл.). Еще 22 миллиона семей получают доходы от 19 до 35 тыс. долл. в год. Но даже те, кто находится на вершине этой лестницы, получают, за вычетом федеральных налогов, налогов штатов и налогов на социальное обеспечение, всего лишь около 28 тыс. долл. При самом благоприятном стечении обстоятельств такие доходы оставляют семьям мало возможностей для сбережения. На другом полюсе шкалы доходов находятся 30 миллионов семей, получающих более 75 тыс. долл. в год. Эти семьи, вероятно, сберегают все, что могут, на будущее — на образование детей, новые дома, спокойную жизнь после отхода от дел и т. д. И делают это, даже если у них нет отсрочки по уплате налогов.

Далее, вовсе неясно, что налоговые стимулы, уже созданные для инвесторов, уже привели к существенному накоплению богатств. В сберегательных пенсионных планах 401(к) участвуют только 22% американских рабочих. Всего лишь около 10% имеют личные пенсионные счета. Еще около 9% имеют и сберегательные пенсионные планы 401(к), и личные сберегательные пенсионные счета. Даже после четверти века доступности схем 401(к) среднее сальдо на счетах таких схем составляет всего лишь 33 600 долл., а средний размер средств на личных пенсионных счетах составляет 26900 долл. Эти суммы вряд ли достаточны для того, чтобы быть основанием спокойной жизни на пенсии. Короче говоря, современная опора на пользующиеся налоговыми льготами сбережения (не говоря уже об опоре в будущем, при более либеральных условиях), как бы

ценны они ни были для состоятельных американцев, которые могут себе позволить такие сбережения, на деле еще больше увеличивает постоянно расширяющуюся пропасть, которая разделяет самые богатые и наиболее нуждающиеся семьи. Это усиливающееся отвлечение богатства является не только деструктивной силой, приводящей к созданию общества, состоящего из «двух наций», общества, в котором богатые противостоят бедным, но и нежелательным отходом от основных принципов американской Декларации независимости и Конституции США.

Но теперь под угрозой находятся даже пенсионные схемы, основанные на личных взносах будущих пенсионеров. Происходит это главным образом вследствие нереалистично высоких предположений относительно будущих норм доходности. Можно сказать, что эти предположения игнорируют безжалостные правила простейшей арифметики. Будущее американских пенсионных планов чревато проблемами, которые можно описать словами «поистине устрашающие». В недавно опубликованном докладе уважаемого специалиста Morgan Stanley по бухгалтерскому учету Тренора Харриса (доклад написан в соавторстве с Ричардом Бернером) об этом хорошо сказано: «Годы неверно определенных пенсионных расходов, недофинансирования и чрезмерно оптимистичных предположений относительно показателей смертности и сроков выхода на пенсию создали экономические диспропорции между сделанными обещаниями и ресурсами, необходимыми для выполнения этих обещаний. Корпоративные пенсионные схемы, отчасти финансируемые будущими пенсионерами, в целом недофинансированы на добрых 400 млрд долл. Более того, пенсионные планы государства и штатов недофинансированы,

возможно, на втрое большую сумму [т.е. на 1,2 трлн долл.]. Эти разрывы между необходимыми и имеющимися средствами истощат текущие доходы многих спонсоров таких пенсионных планов и создадут угрозу самой системе персональных пенсий, отчасти финансируемых будущими акционерами. Особенно велика эта угроза будет в том случае, если рынки не смогут обеспечить более высокую доходность или если учетные ставки останутся низкими»²⁰⁵. Уже после публикации этого доклада оценка, сделанная Pension Benefit Guaranty Corporation, определяет дефицит по индивидуальным пенсионными схемам в 450 млрд долл., а дефицит групповых пенсионных схем — в 150 млрд долл.²⁰⁶

Пришло время совместить государственные и частные пенсионные системы с помощью все тех же безжалостных правил простейшей арифметики. То же самое необходимо сделать и в отношении пенсионных сбережений американских семей, куда бы эти сбережения ни инвестировали — в инвестиционные фонды или в индивидуальные сберегательные пенсионные схемы, финансируемые работниками.

Социальная незащищенность?

В основу американской пенсионной системы положено социальное обеспечение, федеральная система, которая вот уже более 70 лет эффективно обеспечивает щедрый и бесперебойный поток

²⁰⁵ Berner R., Harris T. Financial Market Implications of Pension Reform. Morgan Stanley Research. 2005. January 18.

²⁰⁶ Shroeder M. Pension Agency Faces a New Front //Wall Street Journal. 2005. May 26.

доходов значительной части ушедших на покой американских наемных работников и их семьям. Администрация Буша стремится разрешить так называемый кризис этой системы путем ее частичной приватизации. Согласно этой задаче участники пенсионных планов будут переводить часть своих налоговых платежей на личные пенсионные счета. Учитывая важность пенсионных сбережений в американском обществе процветания, эти вопросы требуют по меньшей мере такого же признания в книге о капитализме в Америке, как и в американских частных, государственных и сберегательных фондах. В конце концов, на балансе Управления социального обеспечения США числится около 1,5 трлн долл. в форме специальных процентных бумаг, эмитированных федеральным правительством именно с этой целью.

Эти долговые бумаги образуют то, что называется доверительным фондом, который всего лишь несколько лет назад описывали как сейф, где хранятся все эти сбережения (нет нужды говорить о том, что эти долговые бумаги в сущности являются деньгами, которые казначейство США само себе должно, активами, которые списывают как выплаты пенсионерам, а эти выплаты превышают налоги на социальное обеспечение, выплачиваемое в фонд работниками). В обществе полагают, что такое списание начнется примерно в 2018 г., и примерно к 2050 г. доверительный фонд будет опустошен. После этой даты при прочих равных условиях 70% ожидаемых пенсионных выплат будет финансироваться за счет налогов.

Если дефицит не будет покрыт общими налоговыми поступлениями, через полвека пенсионные выплаты могут снизиться до степени, которая не будет соответствовать нынешним обязательствам системы социального обеспечения.

Однако говорить о кризисе системы пока слишком рано. Истина в том, что ряд простых шагов исправит то, что в противном случае позднее станет серьезной проблемой. Если эти меры будут предприняты быстро, они окажутся сравнительно безболезненными.

Возможно, это звучит просто. Но дело в том, что это действительно просто. Как и в случае семьи, у которой расходы превышают доходы, решение очевидно. Либо доходы должны увеличиться, либо расходы надо сократить. Или отчасти должно произойти и то и другое. Таким образом, в системе американского социального обеспечения необходимо осуществить некоторую комбинацию:

а) повышения поступлений путем повышения сумм заработных плат, облагаемых налогами на заработную плату, и, возможно, небольшого повышения самих этих налогов;

б) сокращения расходов путем изменения или некоторого снижения индексации стоимости жизни и ускорения нынешнего умеренного повышения возраста выхода на пенсию и даже более существенного повышения этого возраста по мере увеличения продолжительности жизни (делу также поможет полное включение в систему государственных и муниципальных служащих).

А что делать с личными счетами пенсионных сбережений?

Только после того, как будет создана более здоровая основа системы социального обеспечения, в том числе будут произведены расчеты о том, как финансировать сокращение взносов в доверительный фонд, вызванное осуществлением личных сберегательных счетов, можно будет вернуться к рассмотрению вопроса о том, как должна

функционировать система личных сберегательных счетов. Во-первых, взносы на личные счета следует ограничить сравнительно малой долей нынешних взносов, возможно, 4% (по сравнению с нынешними 12,4% общей суммы налогов на заработные платы наемных работников), до суммы не более 1000 долларов на семью. Остальные 8,4% суммы налогов на заработные платы наемных работников пойдут в фонд гарантированных социальных выплат (по-видимому, именно это и собирается рекомендовать администрация Буша-младшего).

Во-вторых, будущие выплаты необходимо сократить пропорционально для тех, кто избирает этот вариант. И снова администрация предлагает снизить обычные выплаты до дохода на сбережения, равного 3% в год, плюс поправка на инфляцию. Итак, если уровень инфляции составит 2,5%, собственники личных счетов получают по этим счетам доходы только в том случае, если доходность фондового рынка превысит 5,5%. Этот показатель вряд ли можно считать большим достижением. Опросы показывают, что, несмотря на благоприятные шансы на то, что доходность по акциям на протяжении долгого времени будет выше указанного значения, около 5/6 охваченных рассматриваемой схемой отвергнут этот компромисс. Люди, понимающие, что акции — рискованный и волатильный инвестиционный инструмент, не могущие выносить эмоциональное напряжение и не желающие отказываться от части своего стандартного дохода по социальному обеспечению, могут даже принять обоснованное решение о том, чтобы остаться в нынешней системе.

Идея администрации создать личные сберегательные счета, которые позволят

охваченным государственным социальным обеспечением людям инвестировать деньги с этих счетов в инвестиционные фонды, выбранные самими владельцами таких счетов, теоретически привлекательна. Однако эта идея не учитывает глубокое негативное воздействие, которое такое отвлечение средств окажет на взносы в существующую систему социального обеспечения. С другой стороны, администрации следует воздать должное за смелость, с которой она признает плохие показатели доходности средств, вложенных в инвестиционные фонды. Поэтому администрация рекомендует в качестве основного инструмента инвестиций средств с этих частных счетов имеющие весьма низкие расходы индексные фонды. Говоря попросту, администрация, по всей вероятности, пришла к обоснованному заключению о том, что пенсионные сбережения американских семей слишком важны для благополучия Америки, чтобы верить эти сбережения коварной отрасли инвестиционных фондов.

Теперь ожидается, что предложение администрации о приватизации будет построено по образцу удивительно удачного плана сбережений федеральных служащих²⁰⁷, в соответствии с которым государственные служащие регулярно инвестируют в ряд индексных фондов, руководствующихся показателями широкого рынка (и/или в особые государственные облигации США), по непосредственной стоимости, равной примерно 0,05% (пяти базисным пунктам). Учитывая природу

²⁰⁷ Этот инвестиционный пул, обладающий 150 млрд долл. (эта сумма временно освобождена от налогов), является в сущности предназначенным для федеральных служащих планом 401(к), которым в интересах участников плана управляет Federal Retirement Thrift Investment Board.

индексирования, это фактически означает нулевые расходы, связанные с оборотом портфельных ценных бумаг. Совокупные расходы этого здраво замышленного плана не только составляют крошечную долю совокупных расходов среднего фонда, инвестирующего в акции (расходы такого фонда составляют от 2,5 до 3% с учетом комиссионных сборов, уплачиваемых брокерам при покупке или продаже ценных бумаг, гонораров консультантам, текущих расходов и расходов, связанных с оборотом портфельных ценных бумаг), но и оказываются намного ниже расходов индексных инвестиционных фондов, расходы которых весьма невелики. Более того, ограничивая выбор инвесторов узким кругом диверсифицированных фондов, план также молчаливо признает необходимость предотвратить совершение инвесторами неизбежных, поспешных и дорогостоящих ошибок, связанных с моментами инвестирования и выбором фондов.

Но для еще большей простоты можно было бы повысить ценность плана сбережений для тех, кто в нем участвует.

1. Необходимо предлагать единственный фонд, инвестирующий в акции, который работает на основании индекса, учитывающего все котирующиеся на рынке акции компаний, такого, как предусмотренный планом сбережений федеральных служащих фонд, руководствующийся индексом S&P 500. И эту возможность, наверное, следовало бы расширить за счет определенного выхода на международные рынки акций.

2. Поскольку основные выплаты по социальному обеспечению измеряют постоянными долларами, доходами с поправкой на инфляцию, такой подход исключает возможность использования ценных бумаг с фиксированным доходом и других

ценных бумаг. При проведении такой политики следует избегать конфискационных штрафов, которыми инвесторы сами себя наказывают, неудачно выбирая время для инвестирования и инвестиционные фонды.

3. Исключить любые возможности выхода из плана и повторного вступления в него. Таким образом, удастся приглушить контрпродуктивные эмоции инвесторов, препятствующие накоплению крупного богатства. Вместо бесполезных попыток увеличить пакеты акций в моменты рыночной горячки или панического сбрасывания акций в моменты падения фондового рынка и приступов пессимизма следует проводить политику приобретения и сохранения всех обращающихся на рынке акций в течение излюбленного Уорреном Баффетом периода, т.е. вечно.

4. Для того чтобы обеспечить правильный переход от периода накопления активов к периоду распределения доходов, необходимо постепенно переводить средства индивидуальных счетов в облигации по мере приближения выхода владельцев счетов на пенсию. Например, начать с выделения 10% лежащих на таком счете средств на приобретение облигаций за 10 лет до выхода владельца счета на пенсию и ежегодно увеличивать эту долю на 10% до тех пор, пока в момент выхода на пенсию в облигации не будет вложено 100% средств, хранящихся на личном счете пенсионера.

Если есть какая-то магия в описанной мною программе реформирования частных счетов, то она проста: она упраздняет все ненужные «бантики» — чрезмерные расходы, чрезмерную широту выбора, чрезмерные изменения инвестиций. Все это лишь сбивает инвесторов с толку. Выступая со столь суровой критикой, я, тем не менее, верю в то, что доходы, которые получают участники системы

социального обеспечения, согласившиеся открыть свои личные сберегательные счета, резко возрастут. Но по ходу всей этой дискуссии о личных счетах государственная политика должна признавать тот очевидный факт, что если инвестиции в акции в рамках социального обеспечения просто вытеснят инвестиции в акции других участников рынка, как это и должно быть, обществу в целом от этого будет ни лучше, ни хуже (это безжалостное правило простой арифметики и здесь остается неизменным).

Однако предлагаемые личные счета структурированы, и как бы широко ими ни пользовались американцы, это само по себе не может решить проблемы, вызванные недостатками успехов других существующих в США пенсионных систем. Необходимо исправить саму систему социального обеспечения в США, но необходимо также незамедлительно предпринять действия, направленные на исправление ущерба, который нанесен американским системам пенсий, финансируемых будущими пенсионерами (и государственным, и частным), и недостаточности накоплений американских сберегательных систем как личных, так и корпоративных, о чем говорилось выше.

Общество собственности?

Как бы там ни было, администрация должна признать, что вместо того, чтобы способствовать созданию общества собственности, его предложение фактически представляет собой расширение нынешнего общества посредников, в котором финансовые институты по большей части вытеснили индивидуальных акционеров. В объединенном счете личных сбережений, который вполне может стать крупнейшим в истории финансовым посредником, у

участников почти не будет ни одной из традиционных выгод обладания собственностью, таких, как возможность выбирать ценные бумаги и осуществление права голоса. Есть ощутимая разница между владением компанией и участием в пуле, который владеет акциями всех американских предприятий.

Поэтому крайне важно назначить в попечители нового «Фонда Сбережений Социального Обеспечения» группу самых мудрых, самых опытных и самых независимых граждан, которые будут действовать как действительно доверенные лица участников, избравших этот вариант. Если мы сможем всего лишь освободиться от жестких требований правого крыла политиков и от гневных протестов левого крыла и провести предложенные мной изменения, вновь обретшая надежность система социального обеспечения, описанная на этих страницах, заработает в интересах своих членов и общества в целом. «Это не политика, дурачок, это здравый смысл».

У нашего общества есть огромная и очевидная потребность в том, чтобы престарелые граждане сами себя обеспечивали. Поэтому, по-видимому, не будет чрезмерным и обращение к той же самой федеральной комиссии (которая должна быть создана) с просьбой изучить возможность того, чтобы наше «общество посредников» приняло на себя ответственность за оценку того, что может быть сделано для того, чтобы отдать американскому инвестиционному обществу причитающуюся ему по праву долю. Тем самым мы укрепим систему пенсионных планов, активы которой наряду с недвижимостью составляют львиную долю сбережений американского народа. Необходимо исправить финансовую систему таким образом, чтобы она смогла действовать в

интересах собственников, а не в интересах управляющих, как того и требует существующий закон об инвестиционных фондах. Это определенно соответствует общественному интересу. По Конституции США, создавшей союз, который задуман для содействия общему благосостоянию и обеспечения благодеяний свободы нашему народу и нашему потомству, описанная мной федеральная комиссия имеет право и обязана сосредоточиться на этих благородных целях.

Другие мнения, те же выводы

Многим моя оценка того, что пошло не так в корпоративной Америке, Америке инвестирующей и в Америке инвестиционных фондов, может показаться радикальной и экстремистской, возможно, даже еретической, подрывающей хорошую систему, которая создала столь много ценностей для американских граждан. Другие могут согласиться с тем, что произошел какой-то сбой, но затем займутся бесконечными дебатами о том, почему что-то пошло не так и насколько серьезны и распространены изъяны. И, разумеется, как и при любом возмущении существующим положением вещей раздастся много голосов людей, возражающих против всякой необходимости исправления системы и против любого определенного подхода, которого следует придерживаться. Реакция таких людей подобна белым кровавым тельцам, атакующим инородное тело, или, более того, передаче участникам финансовых рынков задачи исправления самой системы без какого-либо вмешательства правительства.

К счастью, раздались другие голоса, требующие посмотреть в лицо фактам, голоса людей огромного ума и исключительной порядочности. В этой главе уже прозвучали голоса членов

Верховного Суда США Брандейса, Генри Кауфмана, Феликса Рохатина и Уоррена Баффета. Еще один голос принадлежит Питеру Дж. Питерсону, сопредседателю Комиссии совета Конференции по общественному доверию и частному предпринимательству. В своей книге «Бег впустую: как демократическая и республиканская партии банкротят наше будущее и что с этим могут сделать американцы», ставшей бестселлером в 2004 г., легендарный Пит Питерсон, как всегда бичующий пороки общества (и как всегда справедливо), требует конкретных фундаментальных изменений в американской системе социального обеспечения.

К перечню выдающихся людей можно добавить Джозефа Стиглица, нобелевского лауреата по экономике и бывшего главного экономиста Всемирного банка. В своем богатом идеями очерке «Оценивая экономические изменения», изданном в летнем номере журнала *Daedalus* за 2004 г., Стиглиц пункт за пунктом описывает эрозию моральных ценностей, происходящую в американских корпорациях, в американской отчетности, в американских банках и американских инвестиционных фондах. Стиглиц тоже считает, что вознаграждения, выплачиваемые руководителям, материальные стимулы и искаженная финансовая информация, вместе взятые, составляют убедительное свидетельство того, что, по словам Стиглица, «служение эгоизма необязательно приводит к общей экономической эффективности»²⁰⁸. Стиглиц энергично выразил озабоченность тем, что «отсутствие информации у акционеров делает практически невозможным для этих акционеров

²⁰⁸ Stiglitz J. E. Evaluating Economic Change // *Daedalus*. Summer 2004. Vol. 133. No. 3. P. 18 – 25.

добиться того, чтобы управляющие, которым акционеры вверили свое богатство и заботу о компаниях, действовали в их лучших интересах». Пространные выдержки из очерка Стиглица приведены в примере 10.2. Выдающийся интеллект Стиглица и его признанный авторитет укрепляют мое утверждение о том, что настало время перемен, время нового мира, который будет отличаться от нынешнего мира не только степенью, но качеством, мира, который возвращает капитализм к его традиционным корням, к собственности.

«Начать мир заново»

Необходимость изменения правил игры в корпоративной Америке, в инвестирующей Америке и в Америке инвестиционных фондов, в сущности заново утверждающая превосходство интересов собственников над интересами управляющих, жизненно важна и глубока. Доля вознаграждений, созданных капитализмом и присвоенных руководителями корпораций, Уолл-стрит и управляющими инвестиционных фондов, превратилась в чрезмерную утечку национального богатства и богатства американских семей. Это отвлечение столь большой части вознаграждений за инвестирование управляющими за последние два десятилетия «бычьего» рынка терпели потому, что большинство инвесторов все же получали довольно высокие доходы, и потому, что связь между инвесторами, вложившими собственные капиталы, и реальной собственностью на акции американских корпораций ослабла.

ПРИМЕР 10.2

Джозеф Э. Стиглиц: «Оценивая экономические изменения»

Эрозия моральных ценностей

Многие озабочены видимой эрозией моральных ценностей, столь ярко проявившейся в корпоративных скандалах, которые в последние годы потрясли США. Скандалы, от скандала с Enron до скандала с Arthur Andersen, от скандала с WorldCom до скандала на Нью-Йоркской фондовой бирже, скандалы, в которые были втянуты практически все американские крупные бухгалтерские и аудиторские фирмы, а также большинство американских банков, многие американские инвестиционные фонды и изрядная часть американских крупных корпораций.

Разумеется, в любом обществе есть гнилые фрукты. Но когда таких фруктов так много, начинаешь искать системные проблемы. Эта видимая эрозия моральных ценностей — лишь одно из изменений... которое, по всей вероятности, не указывает на прогресс. Экономисты не склонны рассуждать о морали. Традиционные экономисты пытаются утверждать, что индивидуумы, преследующие свои эгоистические интересы, непременно способствуют интересам общества. Это — фундаментальное прозрение Адама Смита, обобщенное в его знаменитой метафоре невидимой руки.

Рынки не приводят к эффективным результатам, не говоря уже о результатах, которые соответствовали бы социальной справедливости. В результате часто появляются веские причины для государственного вмешательства, повышающего эффективность рынка. Точно так же, как понадобилась Великая депрессия для того, чтобы стало очевидным, что рынок часто работает не так хорошо, как утверждают его защитники, понадобились недавние «ревущие девяностые» для того, чтобы стало самоочевидно,

что погоня за эгоизмом не обязательно приводит к общей эффективности экономики.

Руководители Enron, Athur Andresen, WorldCom и т. д. получали вознаграждения в форме опционов на приобретение акций и делали все возможное для того, чтобы раздуть цены на свои акции и максимизировать собственные доходы. И многим из них удалось продать акции в то время, как цены на них оставались раздутыми. Но люди, которые не были посвящены в инсайдерскую информацию, держали купленные акции, и когда цены на них посыпались, их богатство растаяло. В Enron сотрудники потеряли не только рабочие места, но и свои пенсии. Трудно понять, как эгоистические устремления — кажется, необузданная корпоративная жадность — способствовали общему интересу.

Фидуциарная ответственность

Открытия в экономике информации (особенно в той ее отрасли, которая занимается проблемой, которую, что интересно, называют моральным риском) помогают объяснить это кажущееся противоречие. Проблемы информации означают, что акционеры должны делегировать ответственность за принимаемые решения, но отсутствие или недостаток информации у акционеров практически лишает их возможности обеспечить положение, при котором управляющие, которым акционеры вверили свое богатство и заботу о компаниях, станут действовать в лучших интересах акционеров. На управляющем лежит фидуциарная ответственность. Предполагается, что управляющий будет действовать в интересах других. Это — моральная обязанность управляющего. Но стандартная экономическая теория говорит, что управляющий должен действовать в своих собственных

интересах. Соответственно, возникает конфликт интересов.

В 90-х годах XX в. такие конфликты стали вопиющими. Бухгалтерские и аудиторские фирмы, получающие за оказание консалтинговых услуг денег больше, чем за добросовестное ведение отчетности, более всерьез не относятся к своей обязанности точно вести отчетность. Аналитики зарабатывают больше на рекламировании акций, которые, как им известно, переоценены, чем на предоставлении своим излишне доверчивым и зависящим от их советов клиентам точной информации.

Перемены могут породить новые конфликты интересов и новые условия, в которых преследование эгоистичных интересов будет сталкиваться с благосостоянием общества. Когда люди видят, как другие извлекают выгоды из таких условий, возникает жадность нового типа. Генеральные директора отстаивают свои грабительские жалования, ссылаясь на жалования других генеральных директоров, а некоторые даже утверждают, что такие жалования необходимы для их надлежащего стимулирования к принятию трудных решений.

Финансовые инновации

Некоторые финансовые инновации затрудняют отслеживание того, что делает компания и ее управляющие. Таким образом, проблема информации усугубилась: инвесторам стали представлять искаженную информацию; расходы можно было скрывать, а доходы — преувеличивать. Поскольку доходы тем самым преувеличивали, возросла и цена акций. Но поскольку эти цены на акции были основаны на искаженной информации, ресурсы распределяли неправильно. И когда пузырь,

возникновению которого способствовала эта ложная информация, лопнул, последовавшее падение цен было большим, чем было бы при иных условиях.

Любопытно, что опционы на акции объявлялись лучшими стимулами для управляющих и утверждалось, что опционы лучше гармонизируют интересы управляющих и интересы акционеров. Этот довод более чем лицемерный: на самом деле типичный пакет опционов на приобретение акций, особенно при его реализации, никаких более сильных стимулов не дает. Хотя выплаты управляющим растут при росте цен на акции, значительная часть этого роста не имеет ни малейшего отношения к эффективности управляющих; этот рост просто отражает общее движение рынка. Правильнее было бы, если бы выплаты управляющим основывались на эффективности их работы.

Конкурентная борьба, развернувшаяся в 90-х годах XX в., засвидетельствовала близорукость именно такого рода. Максимальных успехов добились инвестиционные банки, аналитики которых предоставляли клиентам искаженную информацию. Инвестиционные банки снова и снова объясняли, что у них не было выбора и они должны были прибегать к такой тактике, если хотели выжить.

источник: Stiglitz J. E. Evaluating Economic Change // Daedalus. Summer 2004. Vol. 133. No. 3. P. 18-25.

Сегодня огромным большинством акций непрямым образом владеют различные финансовые посредники, в основном управляющие пенсионными и инвестиционными фондами. Но, ставя служение самим себе выше обязанности служить тем, кто вверил им свои активы на условиях добросовестного управления, американские агенты-управляющие отказались должным образом признать

фидуциарные обязанности, которые они несут перед своими принципалами-собственниками. Итак, говоря словами Тома Пейна, пришло время «начать мир заново», время строить лучший корпоративный и финансовый мир в современной Америке. Место, с которого надо начинать этот процесс, — учреждение комиссии федерального правительства. Она и будет работать над решением проблем американского общества посредников, и усиливать те тенденции развития инвестиционного общества, которые обеспечивают получение собственниками причитающейся им по праву доли прибыли. Возможно, термину общество посредников, или даже общество агентов, недостает характерности, присущей термину общество собственников. Но ни один из этих терминов не ухватывает сути системы, которую необходимо создать. Нашей целью должно стать создание общества фидуциарной ответственности, в котором люди, осуществляющие доверительное управление чужими деньгами, действовали бы исключительно в долгосрочных интересах своих доверителей. Нам еще далеко до совершенной системы, которую мы стремимся создать в корпоративной Америке, инвестирующей в Америке и в Америке инвестиционных фондов.

Выступая под псевдонимом Публий в шестом выпуске «Федералиста» от 14 ноября 1787 г., Александр Гамильтон написал слова, которые в сегодняшних условиях, два века спустя после их написания, должны послужить нам предупреждением: «Разве у нас не было возможности убедиться в ложности и сумасбродстве этих бесполезных теорий, ласкавших нас обещаниями избавиться от несовершенства, слабости и зла, свойственных обществу любого устройства?»

Гамильтон отвечает на свой вопрос другим вопросом, на сей раз риторическим: «Не пришло ли

время пробудиться от обольстительных грез о золотом веке и принять в качестве практического принципа управления... нашими делами утверждение о том, что нам еще далеко до счастливого царства совершенной мудрости и совершенной добродетели?» Сходным образом, если мы, граждане современной Америки, можем лишь согласиться с тем, что нам, живущим в современной порочной версии американского капитализма, еще далеко до царства совершенной мудрости и совершенной добродетели, мы можем приступить к тяжкому труду по исправлению недостатков системы.

Пришло время начинать строительство мира заново.

Научное издание

Джон К. Богл

Битва за душу капитализма

Выпускающий редактор Елена Попова

Художник серии Валерий Коршунов

Верстка макета Сергей Зиновьев

Корректор Татьяна Пальгунова

Издательство Института Гайдара

125993, Москва, Газетный пер., д. 3-5, стр.1

Подписано в печать 25.01.2011. Формат 60х90/16.
Гарнитура New Baskerville. Бумага офс. №1. Печать офсетная.

Заказ № 2574

Отпечатано в типографии ГУП ППП «Типография "Наука"»
121099, Москва, Шубинский пер., д. 6



Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара – крупнейший российский научно-исследовательский и учебно-методический центр.

Институт экономической политики был учрежден Академией народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации в 1990 году. С 1992 по 2009 год он был известен как Институт экономики переходного периода, бессменным руководителем которого был Е.Т. Гайдар.

В 2010 году по инициативе коллектива в соответствии с Указом Президента РФ от 14 мая 2010 г. №601 Институт вернулся к исходному наименованию и ему было присвоено имя Е.Т. Гайдара.

Издательство Института Гайдара основано в 2010 году. Задачей издательства является публикация отечественных и зарубежных исследований в области экономических, социальных и гуманитарных наук, трудов классиков и современников.

ИЗДАТЕЛЬСТВО
ИНСТИТУТА
ГАЙДАРА

