

## Глава 2

# Общество двойных агентов и «счастливый тайный сговор»

В краткосрочной перспективе фондовый рынок ведет себя как машина для подсчета голосов, но в долгосрочной перспективе он действует как весы.

Бенджамин Грэхем, «Анализ ценных бумаг» (*Security Analysis*),  
1934 год

Я описал сегодняшнюю повсеместно распространенную тенденцию к повышению курсов как результат «счастливого тайного сговора» между руководителями корпораций, главными исполнительными и финансовыми руководителями, директорами, аудиторами, юристами, инвестиционными банкирами с Уолл-стрит, фондовыми аналитиками-продавцами, портфельными менеджерами-покупателями и самими инвесторами, как частными, так и институциональными.

Джон Богл, «Битва за душу капитализма»  
(*The Battle for the Soul of Capitalism*), 2005 год

**К**ак мне кажется, большинство читателей никогда раньше не встречали выражение «общество двойных агентов» в этом контексте. Но данное явление стало решающим фактором в корпоративной (финансовой) структуре страны. Первое общество агентов появилось в нашей деловой культуре два века назад. Со времен промышленной революции права собственности на компании перешли от семей

и предпринимателей к широкому кругу акционеров. Но руководители компаний — агенты, которым доверено соблюдать в первую очередь интересы акционеров, — слишком часто пользовались преимуществом своего статуса агента и ставили собственные интересы выше интересов своих принципалов.

Второе общество агентов, не имеющее прецедентов в истории, начало развиваться с подъемом финансовых корпораций полвека назад. Пенсионные фонды, взаимные фонды и другие организации, управляющие капиталом, стали аккумулировать крупный капитал. Сегодня эти агенты превратились в основных владельцев компаний в США. Но, как и их двоюродные братья, агенты корпораций, они также поддались соблазну и начали слишком часто ставить свои интересы выше интересов своих принципалов — пайщиков взаимных фондов и бенефициаров пенсионных фондов (и других лиц), перед которыми они несут fiduciaryные обязательства.

Эти две группы агентов вместе пришли к очевидному, хотя и негласному пониманию того, что основным показателем успешности компании является «повышение ценности акций для акционеров». Это, конечно, прекрасная цель. Но в основе их понимания ценности находится кратковременная, мимолетная, вызванная эмоциями цена акций, а не долгосрочная, устойчивая, обусловленная реальными факторами внутренняя стоимость компаний.

Именно эту взаимосвязь интересов обеих групп агентов, их ориентированность на ожидания, а не на внутреннюю стоимость компании на реальном рынке я и называю «счастливым тайным сговором». Счастливым он оказался, конечно же, для агентов. Но поскольку на наших финансовых рынках постепенно начала преобладать культура «краткосрочности», этот сговор обернулся настоящей бедой для инвесторов, чьим интересам служат рынки. Такое изменение в финансовой среде стало основной движущей силой перехода от финансовой культуры, основанной на мудрости долгосрочного инвестирования, к культуре, движимой безумием краткосрочных спекуляций.

## Развитие общества двойных агентов

Начнем эту главу с краткого обзора истории развития нездорового симбиоза между участниками рынка, который привел нас к сегодняшней ситуации. В новом беспрецедентном обществе двойных агентов, сложившемся в последние годы, интересам собственников (принципалов)

зачастую уделялось мало внимания по сравнению с интересами их агентов: руководителей (агентов) наших крупнейших корпораций и управляющих капиталом (агентов).

Характер этого тайного сговора несложен, а размах его грандиозен. В него вовлечены руководители крупных корпораций (их высшее исполнительное и финансовое руководство, директора, аудиторы и юристы) и представители Уолл-стрит (инвестиционные банки, биржевые аналитики продающих сторон, аналитические отделы покупающих сторон и руководители наших крупных инвестиционных организаций). У них были общие цели: добиться роста котировок акций, угодить Уолл-стрит, поднять ценность своих денег для дальнейших приобретений, увеличить доходы руководителей при исполнении их опционов на акции, побудить сотрудников покупать акции своих работодателей для увеличения сбережений, а также осчастливить акционеров.

Как же достичь этих целей? Прогнозировать существенный рост прибыли в долгосрочной перспективе, регулярно информировать финансовое сообщество о ваших краткосрочных успехах и никогда не допускать того, чтобы поданные вами надежды не оправдались. В конечном счете эти амбициозные цели обрекли наши компании (как группу) на провал. Да, некоторые могут ослепить нас эффективностью — вспомните хотя бы Apple, которая до сих пор показывает прекрасные результаты. Но в конечном итоге все наши компании должны расти приблизительно теми же темпами, что и ВВП. В номинальном выражении темпы роста составляют в среднем 6% в год, а с учетом инфляции — 3%. В «новой нормальной» экономике, появления которой ожидают многие эксперты, темпы роста должны снизиться до 5% в номинальном выражении, то есть в реальном выражении — до 2%. Нацеленность на долгосрочную устойчивость можно считать самой прочной основой для инвестирования, тогда как фокусирование на краткосрочных целях (что и происходит сегодня) — всего лишь спекуляция.

Со времен появления того, что мы можем назвать современным капитализмом, то есть с начала промышленной революции, владельцы крупных корпораций передавали свои полномочия по контролю и управлению корпорациями профессиональным менеджерам. Эти агенты, как ожидалось, должны были соблюдать свои фидуциарные обязательства — а именно ставить интересы акционеров выше собственных. Несмотря на то что эта система работала достаточно хорошо (большее количество времени и для большинства менеджеров и акционеров), ее традиционные ценности постепенно были сведены на нет. Причиной тому стали соблазны, которые

испокон веков были присущи взаимоотношениям между агентами и принципалами: в первую очередь естественным соблазном для агентов обогатиться за счет своих принципалов.

Чтобы предотвратить конфликт интересов, в общее право Англии за много лет до этого было введено понятие фидуциарного обязательства. То есть *агент*, которому доверена забота об имуществе других лиц, обязан защищать интересы своего *принципала* — собственника доверенных ему активов. Несмотря на то что данная концепция может показаться очевидной, при ее фактической реализации чаще отмечались нарушения, чем точное исполнение. В 1776 году Адам Смит красноречиво описал в своей работе «Богатство народов» (Wealth of Nations) проблемы, которые существовали уже в ту более простую эпоху:

...Управляющие чужими деньгами (лишь иногда) относятся к ним с той же заботой и внимательностью, с которой... они относятся к собственным... Как наместники богатых людей, они с легкостью забывают о своих обязательствах. Поэтому в этом мире царят недобросовестность и расточительство<sup>1</sup>.

## Исследуя конфликт

Примерно 150 лет спустя, в 1932 году, профессора Колумбийского университета Адольф Берле и Гардинер Минс выдвинули тезис, который во многом отражал замечание великого Адама Смита. В их ставшей классикой книге «Современная корпорация и частная собственность» (The Modern Corporation and Private Property) Берле и Минс описывают возрастающую роль крупных публичных корпораций в США. Ими были сделаны следующие основные выводы:

- Положение собственника изменилось: из активного агента он превратился в агента пассивного. В настоящее время собственник имеет лишь листок бумаги, содержащий набор прав и ожиданий в отношении компании, но реально [он] практически ничего не контролирует. Собственник почти не имеет рычагов, чтобы воздействовать на свои активы самостоятельно.

---

<sup>1</sup> В те дни «расточительство» определялось как «чрезмерные или бесполезные траты или дарование чрезмерного количества денег, имущества и т. п., мотовство, разбазаривание». Oxford English Dictionary, изд. 2-е, том XII (1989), 584.

- Духовные ценности, которые когда-то сопутствовали праву собственности, были от него отделены. Реальная собственность, на которую собственник мог оказывать влияние, могла обеспечивать ему удовлетворение сама по себе, вне зависимости от конкретного дохода, который она приносила.
- Реальная стоимость активов отдельного человека определяется, с одной стороны, действиями лиц, управляющих компанией (которые обычно неподконтрольны рядовому собственнику), а с другой стороны — действиями третьих лиц на неустойчивом и зачастую довольно капризном рынке. Таким образом, стоимость подвержена характерным для рынка капризам и манипуляциям.
- Индивидуальные активы стали ликвидными благодаря организованным рынкам; их стало легко превратить в другие формы активов практически моментально.
- Наконец, в корпоративной системе у «собственника» промышленных активов остался только символ права собственности, тогда как реальные полномочия, ответственность и имущественные права, которые были неотъемлемой частью прав собственности в прошлом, перешли к отдельной группе лиц, в руках которых сосредоточен реальный контроль.

Берле и Минс убедительно описали болезнь, поразившую современный капитализм. В течение какого-то времени система работала довольно эффективно, поскольку индивидуальным акционерам компаний все еще принадлежали юридические права и права голоса, необходимые для защиты их интересов. По мере того как собственность постепенно разбивалась на более мелкие доли, реальные полномочия акционеров сходили на нет, даже с учетом того, что «скрытая сила», связанная с правом голоса, оставалась неизменной.

## Агентские издержки и поведение руководства

В 1976 году еще двое ученых — Майкл Дженсен из Гарвардской школы бизнеса и Уильям Меклинг из Рочестерского университета — сформулировали еще одну блестящую идею о корпоративном поведении. «В Америке существует проблема отношений между принципалами и агентами», — такой комментарий дал журнал The Economist к их статье. «Агенты

(то есть управляющие) утепляли собственные гнезда вместо того, чтобы блюсти интересы своих принципалов (акционеров)». В работе «Теория компаний: поведение руководства, агентские издержки и структура собственности» (Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure) Дженсен и Меклинг выдвинули «теорию: 1) прав собственности; 2) агентских отношений; 3) финансов в части, относящейся к структуре собственности компании».

Коммерческая организация, как они считали, состоит из ряда «индивидуальных прав собственности, которые определяют, каким образом затраты и вознаграждения будут распределяться между ее участниками». В работе далее говорится следующее:

Мы определяем агентские отношения как контракт, в соответствии с которым одно или несколько лиц (принципалы) нанимают другое лицо (агента) для оказания некоторых услуг от их имени и делегируют ряд полномочий по принятию решений агенту. Если обе стороны отношений преследуют собственные цели, есть все основания считать, что агент не всегда будет действовать в интересах принципала наилучшим образом. Принципал может ограничить отступление агента от своих интересов, установив для него некую систему поощрений, а также неся затраты на мониторинг его деятельности для ограничения ошибочных действий. Однако в большинстве случаев принципал не может... обеспечить принятие агентом оптимальных с точки зрения принципала решений.

Взаимоотношения между акционерами и руководителями корпорации полностью подпадают под определение агентских отношений. В связи с этим неудивительно, что прослеживается тесная связь между проблемами, обусловленными разделением прав собственности и контроля в современных корпорациях с размытой структурой собственности, и общими проблемами агентских отношений. В частности, весьма распространенной является проблема, как заставить «агента» действовать в целях повышения благосостояния «принципала». Она существует во всех организациях, на всех уровнях руководства в компаниях, в университетах, компаниях на взаимных началах, кооперативах, государственных органах и организациях (и) в профсоюзах...

Невозможно отрицать логику тезиса Дженсена — Меклинга о том, что управляющие редко заботятся о максимальном соблюдении интересов акционеров, которым они должны служить в силу занимаемых ими должностей. Вместо этого они, прежде всего, учитывают собственные интересы. И, что еще важнее, справедливость этого тезиса подтверждают многочисленные примеры из опыта работы наших крупных корпораций и инвестиционных организаций.

Лео Страйн, являющийся главным судьей в Канцлерском суде штата Делавэр, прекрасно описал это явление в 2007 году в своем подробном очерке, напечатанном в «Журнале корпоративного права» (The Journal of Corporation Law). Выдержки из этой работы приведены в блоке 2.1.

## Блок 2.1

### «На пути к здравому смыслу и общей позиции?»

*Выдержки из очерка судьи Лео Страйна*

«У большинства простых американцев практически нет выбора: они вынуждены инвестировать на рынке. В реальности они являются “капиталистами поневоле”, вкладывающими средства с двумя целями, которые по сути своей долгосрочны: отправить детей в колледж и обеспечить себя на пенсии. Этот класс инвесторов не интересуют квартальные изменения прибыли или всевозможные ухищрения, позволяющие быстро получить большие деньги в ущерб устойчивому росту. Эти инвесторы хотят, чтобы корпорации придерживались стабильной политики в бизнесе, что приносило бы устойчивую прибыль за счет продажи высококачественных продуктов.

По ряду причин этот класс инвесторов вкладывает средства на рынке в основном через посредников. Именно эти посредники определяют, каким образом будет работать капитал инвесторов и каким образом то огромное количество акций, держателями которых они являются в пользу инвесторов, будет использоваться для оказания влияния на руководство публичных компаний. С учетом направляющей силы государственной политики в США и Европе приток средств от “вынужденных капиталистов” к этим посредникам, вероятно, будет расти...

Стандартным ходом для этих институциональных инвесторов является попытка заставить компанию сразу же обеспечить акционерам некую форму отдачи от инвестиций, будь то выплата повышенных дивидендов или (что еще лучше с точки зрения хедж-фондов) значительная программа по обратному выкупу акций. Часто для финансирования этих инициатив требуется привлечь больший объем заемных средств или снизить капитальные затраты. Влияние таких шагов на краткосрочных и долгосрочных инвесторов может быть различно, поскольку выгоду можно получить немедленно, а риски растут со временем...

Ученые, занимающиеся корпоративным правом Америки, со временем “Нового курса” были обеспокоены решением проблемы агентских издержек, которые возникли в результате разделения прав собственности и функций контроля, примером чему служили публичные компании. Испытуемыми в этой области социальной науки продолжают оставаться действующие компании, которые зарабатывают деньги продажей товаров и услуг...

Обычным стал аргумент о том, что акционеры, как претенденты на прибыль компаний, являются именно той группой лиц, которые могут обеспечить честность руководства и его ориентированность на повышение стоимости компании. Следовательно, чем больше у них будет инструментов и возможностей для того, чтобы влиять на корпоративную политику, тем лучше. Ограничения, установленные с целью защиты от поглощений, недостаточны. Должна быть предусмотрена возможность смещать директоров, даже без выдвижения альтернативных кандидатов, но одного этого также недостаточно. Акционеры должны иметь возможность определять политику, которую руководство компании будет обязано претворять в жизнь...

Сколько бы специалисты по корпоративному праву ни превозносили агентские издержки, обусловленные разделением прав собственности и функций контроля в действующих компаниях, они удивительным образом молчат об “отделении прав собственности от собственности”. Под таким отделением я понимаю то, что публичные компании часто находятся в собственности не у конечных инвесторов, а у других агентств, взаимных фондов и прочих институциональных инвесторов. Именно эти посредники голосуют принадлежащими им акциями и оказывают давление на органы управления компаний...

Было бы странно, если бы специалисты по корпоративному праву действительно верили в то, что профессиональные управляющие капиталом в целом менее склонны эксплуатировать свои агентства, чем руководители корпораций, производящих продукцию или оказывающих услуги. Тем не менее в течение последних 25 лет наука о корпоративном праве сфокусирована на агентских издержках, связанных с обеспечением работы органов управления компаний (особенно в контексте слияний и поглощений). При этом лишь немногие понимают, что расширение прав и возможностей

для акционеров не наделяет конечных инвесторов теми же полномочиями, которые есть у посредников.

Удивительно, но внимание [ученых] по-прежнему нацелено на руководство действующих компаний, и именно тогда, когда традиционная проблема конфликта интересов между акционерами и управляющими претерпела фундаментальные изменения в пользу акционеров. Акционеры публичных компаний уже не являются слабыми и разрозненными. Сегодня они новая мощная форма агентства, которое представляет риск как для частных инвесторов, так и для интересов нашей страны. Наше научное и юридическое сообщество игнорирует опасность этой новой формы агентов (посредников)».

*Источник: The Journal of Corporation Law 33, № 1 (октябрь 2007 года)*

Как мы видим, этот уважаемый и не боящийся говорить прямо юрист требует, чтобы юридическое сообщество обратило внимание на агентские издержки, возникающие в процессе, который он называет «отделением прав собственности от собственности», а также на тенденцию к эксплуатации своего агентского статуса как руководителями компаний, так и управляющими капиталом. Весьма здравое предупреждение судьи Страйна об уменьшении влияния частных инвесторов еще не привлекло того внимания общественности, которого оно заслуживает, и не стало объектом положительных (или, что более уместно в данном контексте, отрицательных) замечаний. Между тем возможность акционеров контролировать корпорации, держателями акций которых они являются, превратилась в огромную потенциальную силу.

## Революция акционерной собственности

Скажем проще: судья Страйн считает, что мы живем во времена революции собственников, и нам лучше это признать и взять под контроль ее последствия. Начавшаяся в 1950 году революция собственников состояла в постепенном переходе от доминирования частных инвесторов к доминированию институциональных инвесторов в правах на собственность компаний.

Она началась с развития корпоративных пенсионных фондов, которые инвестировали все большую долю активов в обыкновенные акции. Позднее к ним присоединились пенсионные фонды штатов и муниципальные пенсионные фонды, а также пенсионные фонды правительенных агентств. Федеральное правительство поддержало эту тенденцию в 1986 году. Их Сберегательный план (Thrift Savings Plan) — пенсионный план с фиксированными взносами, созданный для государственных служащих, активы которого составляют свыше 300 млрд долларов, сегодня является крупнейшим в стране пенсионным планом.

В 1980-е эта «институционализация» владения акционерным капиталом существенно ускорилась благодаря развитию взаимных фондов. Первый открытый взаимный фонд, Massachusetts Investors Trust (MIT), был создан в 1924 году. Но Великая депрессия буквально остановила развитие этой новой индустрии на полном ходу. Крах фондового рынка выявил в действиях управляющих фондами злоупотребления служебным положением, конфликты интересов и некорректное раскрытие информации. Закон об инвестиционных компаниях 1940 года помог улучшить ситуацию, реформировав основную массу неправомерных методов работы этой отрасли. Большинство проблем наблюдалось среди закрытых фондов с большой долей заемных средств, а не среди открытых фондов, которые мы сегодня называем взаимными фондами<sup>1</sup>.

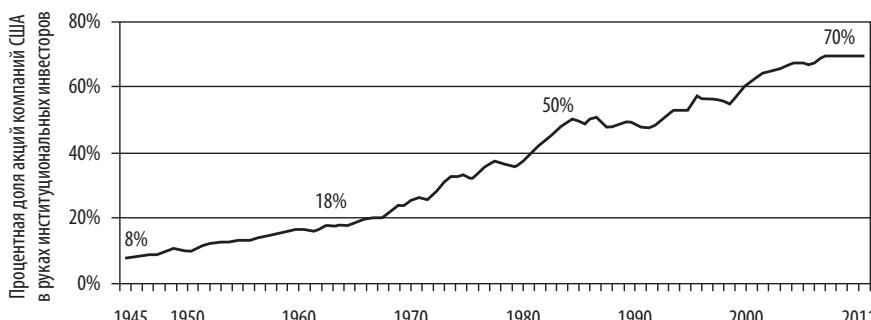
Если большинство закрытых фондов не пережили кризиса и его последствий, практически все открытые фонды выжили и даже получили свое развитие. После окончания Второй мировой войны индустрия взаимных инвестиционных фондов начала бурно расти и упрочила свои позиции. Вначале эти фонды предлагали индивидуальным инвесторам диверсифицированный пакет акций (иногда с небольшой долей облигаций), услуги профессиональных управляющих, ежедневную ликвидность и ряд преимуществ для инвесторов. Постепенный рост отрасли был прерван резким ухудшением ситуации на фондовом рынке в 1973–1974 годах и его последствиями. Однако в 1982 году вновь сформировался бычий рынок, который продержался до 2000 года, и развитие отрасли существенно ускорилось. Очередной спад — падение рынка на 50% в 2003 году — вновь замедлил

<sup>1</sup> Открытые взаимные фонды непрерывно осуществляют продажу и выкуп инвестиционных паев, обеспечивая ежедневную ликвидность, необходимую, чтобы любая акция была привязана к ее текущей чистой (рыночной) стоимости активов. Закрытые фонды, напротив, предлагают ограниченное количество паев, сделки с которыми заключаются среди инвесторов, обычно с премией или с дисконтом от чистой стоимости активов в расчете на пай.

развитие фондов, но отрасль быстро восстановилась. Когда же пришла следующая, еще более страшная волна кризиса 2008–2009 годов, рост отрасли практически прекратился.

Стоимость активов фондов акций и сбалансированных взаимных фондов акций выросла с 1 млрд долларов в 1945 году до 54 млрд в 1972 году. Затем, во время спада, активы отрасли уменьшились до 36 млрд долларов в 1981 году. Но когда цены акций взлетели в 200 раз в начале 2000 года (исходя из показателей индекса S&P 500; с учетом дивидендов), активы фондов акций стремительно прибавили в стоимости и достигли 4 трлн долларов. Несмотря на крах фондового рынка в 2000–2003 и 2007–2009 годах, активы фондов акций продолжали дорожать, хотя и существенно более медленными темпами, и к началу 2012 года они достигли 6,3 трлн долларов. (Совершенно очевидно, что рост отрасли тесно связан с доходностью фондового рынка; столь же очевидно, что такая корреляция обратным образом влияет на доходность инвесторов фонда.)

Такая «институционализация» акционерной собственности — когда она находится в руках частных пенсионных фондов, государственных пенсионных фондов, взаимных фондов и, в меньшей степени, в руках страховых компаний и сберегательных фондов — полностью соответствует моему описанию «революции акционерной собственности». В 1945 году у различных институциональных инвесторов было всего 8% от всех акций компаний США, а на сегодняшний день наши финансовые институты владеют 70%. Это самый высокий показатель за всю историю (рис. 2.1). Соответственно, за тот же период количество акций, находящихся в собственности частных инвесторов, упало с 92 до 30%.



Источник: отчет о движении капитала Федерального резервного банка

**Рис. 2.1.** Революция акционерной собственности: процентная доля рыночной стоимости акций компаний США в руках институциональных инвесторов

## Смена лидера

Картина институциональной собственности сильно изменилась. Изначально наиболее распространенным видом пенсионных планов были частные пенсионные планы с фиксированными выплатами. Доля их владения акциями в 1980 году на пике достигала 16% от всего объема бумаг. Но в настоящее время эти планы имеют в собственности лишь 6% акций. Постепенно их вытеснили другие виды пенсионных планов — с фиксированными взносами. В 1980 году у последних было 0% бумаг, а сейчас в их руках находится 13% от всех акций. Государственные пенсионные планы, чей приход в эту сферу несколько запоздал, владеют на сегодняшний день 10% акций.

Доля владения акциями в пенсионных планах также упала с 30% в начале 1990-х до сегодняшних 22%, что немногим больше показателя 1980 года (19%). За это время основной движущей силой революции собственников стали взаимные фонды. В 1950 году они владели лишь 3% от общего количества акций, 10 лет спустя этот показатель вырос до 5%, к 1990 году — до 8%, к 2000 году — до 22%. На сегодняшний день он составляет 32%. Взаимные фонды являются крупнейшими держателями акций компаний США; общая стоимость такого пакета достигает 4 трлн долларов (табл. 2.1).

Сегодня революция собственников проявляется в том, что в руках институциональных инвесторов сосредоточено 10,8 трлн долларов от общего объема рынка акций США, который оценивается в 15 трлн долларов. Наши новые институциональные инвесторы на сегодняшний день владеют 60–75% акций практически каждой публичной компании США, что позволяет им крепко держать в руках рычаги управления «корпоративной» Америкой.

## Арендаторы и собственники

За небольшим исключением эти новые сильные институциональные агенты действуют скорее как арендаторы акций, а не как их собственники. Они активно изменяют структуру своих портфелей, совершают сделки (очевидно) в основном друг с другом и однозначно играют в бесполезную игру, которая обогащает лишь Уолл-стрит и не идет на пользу их принципалам. Оборачиваемость портфеля среднего взаимного фонда

акций составляла 17% в 1950-х и 25% в 1960-х. Но к 1985 году оборачиваемость акций взлетела до 100% и с тех пор остается на этом чрезвычайно высоком уровне. Скажем иначе, в 1950-х средний срок владения акциями в портфеле взаимного фонда составлял 5,9 года; в 2011 году он едва достигал одного года<sup>1</sup>.

Табл. 2.1

**Развитие управляющих капиталом в США:  
институциональная акционерная собственность**

| Совокупная акционерная собственность, долл.              | 1950          | 1960          | 1970           | 1980           | 1990             | 2000             | 2011              |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|------------------|------------------|-------------------|
| Частные пенсионные планы с фиксированными выплатами      | 0             | 16 545        | 67 087         | 232 046        | 344 036*         | 1 248 035*       | 818 832*          |
| Пенсионные планы с фиксированными взносами               | 0             | 0             | 0              | 0              | 277 390*         | 1 546 273*       | 1 993 564*        |
| Пенсионные планы штатов и муниципальные пенсионные планы | 29            | 600           | 10 100         | 44 300         | 284 569          | 1 298 683        | 1 527 792         |
| Федеральный пенсионный план                              | 0             | 0             | 0              | 0              | 340              | 56 576           | 124 109           |
| Итого: пенсионные планы                                  | 29            | 17 145        | 77 187         | 276 346        | 890 812          | 3 325 841        | 3 366 113         |
| Взаимные фонды   | 4 497         | 19 770        | 43 982         | 47 356         | 249 429          | 3 328 983        | 4 936 165         |
| Страховые компании                                       | 4 690         | 12 437        | 27 771         | 78 573         | 161 869          | 1 083 259        | 1 558 973         |
| Эндаумент-фонды <sup>2</sup>                             | 1 273         | 5 993         | 17 959         | 47 840         | 148 209          | 843 370          | 1 057 589         |
| Прочие   | 3 510         | 10 579        | 30 649         | 76 125         | 179 981          | 695 618          | 714 639           |
| <b>Итого</b>   | <b>13 999</b> | <b>65 924</b> | <b>197 548</b> | <b>526 240</b> | <b>1 630 300</b> | <b>9 277 071</b> | <b>11 633 479</b> |
| <b>Доля от рынка акций, %</b>                            |               |               |                |                |                  |                  |                   |

<sup>1</sup> Традиционно средний по отрасли срок владения активами для фонда рассчитывается путем деления величины оборачиваемости портфеля на 100. Таким образом, оборачиваемость портфеля в 100% означает, что в среднем срок владения акциями составлял один год; оборачиваемость портфеля в 20% означает, что в среднем срок владения акциями составлял пять лет и т. д.

<sup>2</sup> Эндаумент-фонды, или фонды целевого капитала — фонды, сформированные за счет имущества некоммерческих организаций, собранного за счет пожертвований и переданного в доверительное управление с целью получения дохода для финансирования деятельности таких некоммерческих организаций. Прим. науч. ред.

Окончание табл. 2.1

| Совокупная акционерная собственность, долл.              | 1950      | 1960      | 1970      | 1980      | 1990      | 2000      | 2011      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Частные пенсионные планы с фиксированными выплатами      | 0         | 4         | 8         | 16        | 10*       | 8*        | 5*        |
| Пенсионные планы с фиксированными взносами               | 0         | 0         | 0         | 0         | 8*        | 10*       | 12*       |
| Пенсионные планы штатов и муниципальные пенсионные планы | 0         | 0         | 1         | 3         | 9         | 8         | 9         |
| Федеральный пенсионный план                              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 1         |
| Итого: пенсионные планы                                  | 0         | 4         | 9         | 19        | 27        | 21        | 20        |
| Взаимные фонды   | 3         | 5         | 5         | 3         | 7         | 21        | 30        |
| Страховые компании                                       | 3         | 3         | 3         | 5         | 5         | 7         | 9         |
| Эндаумент-фонды  | 1         | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         |
| Прочие   | 2         | 3         | 4         | 5         | 5         | 4         | 4         |
| <b>Итого</b>   | <b>10</b> | <b>16</b> | <b>24</b> | <b>36</b> | <b>49</b> | <b>59</b> | <b>70</b> |

\* С 1990 года частные фонды с фиксированными выплатами и с фиксированными взносами включают активы взаимных фондов акций. Итоговые значения приведены без учета этого дублирования. Сведения об активах эндаумент-фондов даны на основе отчетов за 2000 год.

Источник: отчет о движении капитала Федеральной резервной системы, III квартал 2011 года.

Подобное усреднение — простой, но неточный способ оценки оборачиваемости портфелей взаимных фондов. Давайте посмотрим на показатель оборачиваемости фондов акций как группы, взвешенный по активам. В 2011 году активно управляемые взаимные фонды владели акциями на общую сумму в 3,8 трлн долларов. При этом стоимость покупки акций составила 2,69 трлн долларов; стоимость продажи — 2,70 трлн долларов<sup>1</sup>. Если мы возьмем меньшую из этих двух сумм (чтобы учесть сделки, необходимые для обеспечения притока капитала в фонды и оттока капитала из них) как процент от общей стоимости активов, мы получим оборачиваемость в 71%. Реальные затраты на операции, однако, говорят о том, что

<sup>1</sup> Учтены только взаимные фонды акций активного управления. Индексные фонды пассивного управления (владеющие 28% от общего объема активов фондов акций) на данный момент имеют оборачиваемость около 7% в год.

мы должны внимательнее посмотреть на общий объем сделок (учитывая сделки как по покупке, так и по продаже). Эта величина достигает 5,4 трлн долларов, то есть почти в полтора раза больше, чем общая стоимость активов взаимных фондов акций, которая составляет 3,8 трлн долларов.

Однако как бы ни возрастили объемы сделок взаимных фондов с акциями по сравнению с традиционными уровнями, они теряются на фоне объемов торгов хедж-фондов, не говоря уже об объемах операций с экзотическими инструментами, такими как свопы на процентные ставки, обеспеченные облигации, производные финансовые инструменты: фьючерсы на товары, фондовые индексы, акции, и даже ставки на то, обанкротится ли та или иная компания (кредитно-дефолтные свопы). Общая номинальная стоимость этих инструментов, как я отмечал в главе 1, на сегодняшний день превышает 700 трлн долларов. Таким образом, то, что мы назвали спекуляцией, стало играть главную роль на нашем огромном финансовом рынке. При этом инвестирование находится лишь на вторых ролях, если не сказать на эпизодических.

## Создание стоимости компании

Как уже говорилось в начале этой главы, усилия наших двух групп авторитетных агентов объединились в погоне за увеличением экономической стоимости корпораций. Но каким образом эта инвестиционная цель способствовала увеличению размаха безудержной спекуляции, которая сегодня охватила наши рынки? Это интригующая история, которая зависит от того, как мы определяем стоимость корпорации. Будучи много лет независимым директором в Mead Corporation (сегодня — MeadWestvaco), производителе бумажной продукции, участнике Fortune 500, я обладаю собственным опытом в этой сфере. Вот как совет директоров Mead определял свою цель:

Целью совета является достижение долгосрочной экономической ценности компании для ее акционеров. По мнению совета, корпорация должна войти в первую тройку компаний по увеличению экономической стоимости... Это достигается путем получения прибыли, величина которой должна превышать затраты на привлечение капитала в течение полного цикла, что обычно отражается в совокупной доходности акционеров.

В случае с Mead совокупная доходность измерялась показателем рентабельности совокупного капитала (return on total capital — ROTC), который

затем сравнивался с аналогичным показателем обеих компаний-конкурентов и средним показателем по стране. Помимо того что этот совокупный показатель служил эталоном для оценки советом достижений компании, он являлся основой для системы материальных поощрений в Mead.

Миссия совета MeadWestvaco состоит в том, чтобы создавать добавленную стоимость, которая измеряется превосходством рентабельности совокупного капитала над затратами фирмы. Если компания не может вернуть акционерам капиталовложения, то логично было бы задать вопрос: почему они должны доверять совету собственные средства? Как пишет журнал Fortune: «Истинная стоимость акционерного капитала — это то, сколько могли бы получить ваши акционеры от прироста стоимости акций и дивидендов, если бы они инвестировали в портфель, имеющий такие же риски, что и ваш». Мы знаем, что в краткосрочной перспективе цены акций подвержены влиянию как квартальных показателей прибыли компаний, так и ожиданий на рынке. Мы также знаем, что доходность, которая формируется из дивидендов, выплачиваемых компанией, и прироста стоимости ее акций, в конечном итоге на 100% определяет стоимость компании для акционеров в долгосрочной перспективе.

## Временные горизонты и источники доходности инвестиций

Итак, как же мы вычисляем «ценность коммерческого предприятия для акционеров»? Как мы измеряем его стоимость и за какой период? В частности, должна ли она быть равна краткосрочной, даже моментальной, стоимости акций? Или она должна соответствовать приросту внутренней стоимости компании в долгосрочной перспективе? По правде говоря, в долгосрочной перспективе это не имеет особого значения, поскольку доходность акций компании на фондовом рынке в долгосрочном периоде зависит исключительно от фундаментальных показателей компании. Например, дивидендная доходность и реальный, с учетом инфляции, прирост прибыли компаний США за последние 150 лет в совокупности составили немногим менее 7% (4,5% — дивидендная доходность и 2,5% — реальный рост прибыли), что практически равно реальной доходности в 7% за счет роста цены акций. *В долгосрочной перспективе тон задают именно фундаментальные показатели компаний, а не рыночная оценка.*

Однако в краткосрочной перспективе фундаментальные показатели часто заглушает спекуляция — цена, по которой на фондовом рынке оцени-

вается каждый доллар прибыли компании. И этот шум нередко становится очень навязчивым. Как показано в табл. 2.2, по окончании одного года разница между годовым *инвестиционным* доходом на акции (дивиденды плюс прирост стоимости) и *рыночным* доходом (колебания цены, измеряемые на основе изменений отношения курса акций к доходу (коэффициент Р/Е)) может быть впечатляющей. В течение 85 из 125 годичных периодов с 1872 года она составляла не менее 10 процентных пунктов, а в течение 105 периодов — не менее 5 процентных пунктов. Если мы возьмем эти показатели за 10 лет на скользящей основе, то разница существенно уменьшается. Только 3 раза она превышала 10%, 30 раз была выше 5 процентных пунктов и 72 раза — более 2%. За 25-летний период разница практически исчезает: она ни разу не превысила отметку в 4 процентных пункта и только 25 раз была выше 2 процентных пунктов.

Табл. 2.2

**Разница между доходностью инвестиций  
и доходностью рынка за 125 лет истории рынка**

| Срок владения<br>акциями | Более<br>2% ± | Более<br>5% ± | Более<br>10% ± |
|--------------------------|---------------|---------------|----------------|
| 1 год                    | 94%           | 84%           | 68%            |
| 10 лет                   | 62            | 27            | 3              |
| 25 лет                   | 23            | 0             | 0              |

*Примечание.* Разница в 5%, например, означает, что если фундаментальная доходность компании составляла 10%, то рыночная доходность могла составлять более 15% или менее 5%.

Анализ годовой доходности фондового рынка США за последние 40 лет явно свидетельствует о существовании масштабных колебаний даже в течение десятилетия. Как показано в табл. 2.3, в 1970-х фундаментальные показатели компаний, измеряемые темпами роста прибыли и дивидендной доходностью в сравнении с индексом S&P 500, обеспечили доходность в 13,4% годовых. При этом совокупная доходность фондового рынка составила не более 5,9% годовых. Снижение доходности на 7,5% годовых объясняется снижением коэффициента «Цена/Прибыль» (Р/Е) с 15,8 до 7,3.

В 1980-е годы, наоборот, фундаментальная доходность в 9,6% наблюдалась параллельно с увеличением стоимости компаний на 7,7%, так как коэффициент Р/Е вырос более чем вдвое — с 7,3 до 15,2. Это привело к повышению годовой доходности до 17,3%. Что удивительно и не имеет

прецедентов в истории, тот же сценарий развивался и в 1990-е. Такой неуклонный, в течение двух десятилетий (почти как по часам) рост не мог продолжаться вечно. И этого не случилось. В первое десятилетие 2000-х коэффициент Р/Е пережил колоссальное падение на треть, с 30,6 до 22,0. Это стало причиной снижения рыночной доходности на 3,2% в год и привело к отрицательной совокупной доходности акций в -1,2% в год. Можно сказать, что это было одним из самых неудачных десятилетий за последние 150 лет с точки зрения доходности акций. (Впрочем, это не должно никого удивлять, ведь с течением времени правило возврата к среднему (RTM) при оценке стоимости акций всегда себя оправдывало; более подробно о принципе RTM будет рассказано в главе 8.)

Табл. 2.3

**Биржевая прибыль: «железное десятилетие»,  
два «золотых десятилетия» и вновь «железное десятилетие»**

|  | Годовая доходность |        |        |        |             |
|--|--------------------|--------|--------|--------|-------------|
|  | 1970-е             | 1980-е | 1990-е | 2000-е | 1970–2010-е |
| Рост прибыли, %                          | 9,9                | 4,4    | 7,4    | 0,8    | 5,5         |
| Первоначальная дивидендная доходность, % | +3,5               | +5,2   | +3,2   | +1,2   | +3,5        |
| Доходность инвестиций, %                 | 13,4               | 9,6    | 10,6   | 2,0    | 9,0         |
| Спекулятивная доходность*, %             | -7,5               | +7,7   | +7,2   | -3,2   | +0,3        |
| Рыночная доходность, %                   | 5,9                | 17,3   | 17,8   | -1,2   | 9,3         |
| Коэффициент Р/Е                          |                    |        |        |        |             |
| на начало периода                        | 15,8               | 7,3    | 15,2   | 30,6   | 15,8        |
| на конец периода                         | 7,3                | 15,2   | 30,6   | 22,0   | 22,0        |

\* Аннуализированное влияние изменения коэффициента Р/Е

Источник: Роберт Шиллер (Robert Shiller), [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)

Мы знаем — мы действительно знаем, — что в долгосрочной перспективе рыночная доходность является собой триумф фундаментальных показателей (прибыли и дивидендов) над спекуляцией в рыночной оценке этой доходности. Тем не менее в последние годы именно спекуляция была нашим основным двигателем. Мы продолжаем не замечать мудрого изречения Бенджамина Грэхема, процитированного выше: «В краткосрочной

перспективе фондовый рынок ведет себя как машина для подсчета голосов, но в долгосрочной перспективе он действует как весы».

Однако тенденция вытеснения функции весов на финансовых рынках функцией машины для голосования не удивила бы Грэхема. Не вызвала бы она удивления и у весьма искушенного Кейнса. Вновь вспоминаю его слова о том, что ведущая роль спекуляции на рынке обусловлена «традиционным способом определения стоимости акций на основе массовой психологии большого количества неспециалистов». Будучи неспособными преодолеть массовое мнение, как он считал, даже профессиональные инвесторы будут предпринимать попытки «предусмотреть изменения в публичной оценке». Как он был прав!

Вывод Кейнса подтвердился, да еще как! Будучи экспертами в области инвестиций, управляющие пенсионных и взаимных фондов за последние 40 лет заняли доминирующее положение на рынке инвестиций, вытеснив с него «неспециалистов» прошлого. Вместо того чтобы прилагать усилия к определению стоимости компаний, они посвятили свою карьеру попыткам предугадать изменения в оценке акций широкой публикой. В долгосрочной перспективе некоторые из них, безусловно, преуспеют в этом. Тем не менее не только наши инвестиционные агенты, но и наши агенты корпораций демонстрируют ориентированность на краткосрочные ожидания на фондовом рынке, а не на внутреннюю стоимость, чтобы опять же извлечь из этого собственную выгоду.

## **«Шорт-термизм» и управляемая прибыль**

Это был лишь вопрос времени, но в какой-то момент явление, которое называют *шорт-термизмом* (от англ. short-termism — чрезмерное фокусирование на краткосрочных целях), вышло из тени. Во многом благодаря краткосрочности у нас появился мир управляемой прибыли. И хотя управленические функции возложены на исполнительные органы корпораций, они выполняют их все же с молчаливого согласия директоров и аудиторов, при горячей поддержке институциональных инвесторов, ориентированных на краткосрочные цели, и даже спекулянтов и арбитражеров, но не в ответ на потребности долгосрочных инвесторов. Нравится вам это или нет, но стратегия и финансовая отчетность корпораций тоже ориентированы на то, чтобы квартал за кварталом оправдывать ожидания Уолл-стрит в отношении прибыли этих компаний.

Желаемой целью является устойчивый рост прибыли. Управляйте им так, чтобы он составлял хотя бы 12%, а также любой ценой избегайте того, чтобы не оправдывать ожидания в отношении прибыли, на которую намекала (о которой шепнула или навскидку пообещала) компания в начале года. Если все принятые вами меры провалились, скройте реальные результаты путем слияний, увеличения предполагаемой доходности пенсионных фондов, однократного крупного списания средств или увеличения темпов поступления заказов на продукцию. Весь этот изобретательный финансовый инжиниринг, очевидно, служит лишь для того, чтобы раздуть цены акций, обогатить управляющих и дать институциональным инвесторам то, чего они хотят.

Но если фондовый рынок должен быть арбитром в вопросах стоимости, то он, как мне кажется, лучше выполнял бы данную функцию, если бы его оценки базировались на достоверной и точной финансовой отчетности и ориентации на долгосрочные перспективы оцениваемых компаний. Тем не менее рынок, судя по всему, идет в абсолютно противоположную сторону, так что нам есть над чем работать для улучшения ситуации. Если практика бухгалтерского учета в американских компаниях может служить предметом зависти для всего мира, то наша финансовая среда пронизана концепцией управляемой прибыли.

Общепринятой идеей является приданье равномерности объявляемой прибыли. Это зачастую делается так: фондовым аналитикам даются «инструкции» по определению ожидаемой прибыли за год, после чего каждый квартал объявляется прибыль, «соответствующая ожидаемой» или, что еще лучше, «превышающая ожидаемую». Если прогнозы не оправдались, то перед этим обычно распускается слух о более низких показателях прибыли, которые, в свою очередь, должны быть достигнуты. Это иллюзорный мир, игнорирующий обычные взлеты и падения выручки и затрат коммерческой компании, мир, в котором «сюрпризов отрицательной прибыли» следует избегать любой ценой.

Предупреждения в адрес Уолл-стрит, высказанные бывшим председателем Комиссии по ценным бумагам и биржам Артуром Левиттом в его речи в 2007 году, были чрезвычайно прозорливы. Он выразил глубокую обеспокоенность тем, что управление прибылью зашло слишком далеко. Он указывал на злоупотребление высокими сборами при реструктуризации, изобретательность в бухгалтерском учете при поглощении компаний, уменьшение объема накопленных средств в случае необходимости, наличие внушительных «нематериальных» активов и преждевременный учет

выручки. Он добавил, что «почти каждый член финансового сообщества несет ответственность за благоприятствование этому климату (наряду с руководством компаний)». Его слова в точности описывают порочную природу «счастливого тайного сговора».

В тесной связи с изобретательностью в финансовом учете находится ориентация фондового рынка на краткосрочные события (отклонения), а не на долгосрочную оценку. Фундаментальным принципом инвестирования, с моей точки зрения, является долгосрочное (если не «бессрочное» — любимый срок владения активами, приписываемый Уоррену Баффету) владение. Но сегодня в основе большинства сделок лежит совершенно противоположное: люди *покупают клочки бумаги и продают их обратно*, совершая сделки друг с другом в течение короткого периода.

Как я уже отмечал ранее, играя в эти игры в фондовом казино, вы лишь повышаете долю крупье в доходности рынка и уменьшаете оставшуюся часть рыночной доходности, которая остается игрокам на бирже. Действительно, где же яхты, принадлежащие клиентам или, с учетом сегодняшней доходности, где их самолеты? В такой среде, очевидно, самой успешной стратегией является покупка акций и владение ими, а не новые игры в казино.

Один известный обозреватель описал эти проблемы намного лучше меня. В блоке 2.2 я представляю краткий обзор проблем и ряд решений от профессора Альфреда Раппапорта, которые он представил в своей книге «Спасти капитализм от шорт-термизма: как достичь долгосрочной стоимости и вернуть наше финансовое будущее» (Saving Capitalism from Short-Termism: How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future), которая вышла в издательстве McGraw-Hill в 2011 году.

## Блок 2.2

### Выдержки из работы «Спасти капитализм от шорт-термизма: как достичь долгосрочной стоимости и вернуть наше финансовое будущее»

Альфред Раппапорт

«Слишком многие руководители корпораций одержимы квартальной прибылью и текущим курсом акций их компаний. Аналогичным образом, слишком многие управляющие капиталом, опасаясь, что плохие показатели работы

в течение короткого периода времени приведут к оттоку средств из фонда, уделяют чрезмерное внимание квартальной доходности и ее соответствуио целевым уровням и показателям конкурирующих фондов. Такое поведение нетрудно понять. Люди делают то, за что получают вознаграждение. Поощрение имеет значение.

Шорт-термизм, одержимость быстрыми результатами вне зависимости от возможного возникновения проблем в долгосрочной перспективе, стал основным фактором, вызвавшим сегодняшний мировой финансовый кризис. Если наше общество не начнет борьбу с ним, то шорт-термизм не только усугубит кризисы в будущем, но и станет угрозой доминированию системы свободного рынка.

### Проблемы

- Одержимость быстрыми результатами очень негативно отражается на потенциале компаний, на экономике в целом и на пенсионных накоплениях рядовых граждан. Наша экономика перешла от эпохи предпринимательского капитализма, когда собственники занимались управлением, а управляющие были собственниками, к сегодняшней эре агентского капитализма, характеризующейся преобладанием управляющих компаниями и капиталом, ответственных за чужие денежные средства, в публичных корпорациях и на финансовых рынках.
- Чрезмерно высокое вознаграждение за краткосрочные финансовые результаты привело к тому, что покупатели недвижимости, оценщики, ипотечные кредиторы, рейтинговые агентства, инвестиционные банки и институциональные инвесторы стали бездумно принимать на себя огромные риски. Это негативно сказалось на стоимости компаний и во многом способствовало финансовому кризису 2007–2009 годов. Каждая из сторон действовала в собственных интересах, отвечая на предлагаемые ей меры поощрения и стимулирования. Основная проблема состоит в том, что деловому и инвестиционному сообществу не удалось адаптировать практику своей деятельности и, в частности, схемы выплаты вознаграждений к экономике, в которой ведущую роль играют профессиональные управляющие, ответственные за чужие денежные средства.

- Повсеместно распространенный принцип “Мы управляем так, чтобы максимально увеличить ценность компании для акционеров” не соответствует тому, как в реальности осуществляется управление публичными компаниями. Управление стоимостью означает обращение внимания в первую очередь на денежные потоки, а не на прибыль; оно означает управление с учетом долгосрочной, а не краткосрочной перспективы; и, что наиболее важно, оно означает необходимость для управляющих учитывать риски. Вместо этого создается впечатление, что большинство руководителей одержимы игрой в обеспечение соответствия прибыли прогнозам Уолл-стрит и краткосрочными ценами акций. Таким образом, они негативно влияют на ценность компании для акционеров в долгосрочной перспективе.
- Ежеквартальная оценка работы управляющих фондами приводит к тому, что они предпочитают обезопасить себя (показывая эффективность, близкую к выбранным эталонным индексам), а не максимизировать долгосрочную доходность акционеров. Измерение относительной краткосрочной эффективности не только стимулирует шорт-термистские взгляды, но и заставляет управляющих фондами следовать за толпой, даже если сами они уверены в том, что курс акций определен неверно. Все это усугубляет формирование ценовых пузырей и приводит к обвалам рынка.

Схемы стимулирующих выплат исполнительным директорам, руководителям операционных подразделений и ведущих сотрудников должны заставить их сосредоточить усилия на увеличении стоимости компании в долгосрочной перспективе как на основной цели.

Руководство и советы директоров должны сделать так, чтобы преимущества увеличения стоимости компании в долгосрочной перспективе перевешивали риски краткосрочного падения цен акций. Финансовая отчетность корпораций более не отвечает своей основной задаче, которая заключается в том, чтобы предоставлять инвесторам и иным заинтересованным лицам информацию, необходимую для оценки величины, сроков и рисков будущих финансовых потоков. В связи с этим требуется масштабная реформа в сфере финансовых отчетов. Должна быть внедрена новая форма отчетности, отражающая эффективность работы компании. Здесь необходимо будет учесть

основные недостатки отчета о финансовых результатах, а именно — отдельить измеримые показатели (денежные потоки за предыдущие периоды) от приблизительных прогнозов в отношении будущих денежных потоков (начисления).

Активное управление является более затратным по сравнению с пассивным, поэтому активно управляемые фонды должны в совокупности демонстрировать менее высокую доходность, чем индексные фонды. Поскольку лишь небольшое число фондов сможет в течение долгого времени превосходить по доходности свои эталонные индексы, активно управляемые фонды акций будут вынуждены провести значительные реформы, если они хотят привлекать денежные средства инвесторов в будущем. Одним из возможных решений может стать переход от взимания комиссионных, исходя из рыночной стоимости активов в управлении (эти сборы оплачиваются вне зависимости от результатов работы фонда), к взиманию сборов на основе эффективности работы. Это позволило бы сблизить интересы управляющих и долгосрочных инвесторов фонда».

Анализ и выводы, сделанные профессором Раппапортом, не были первыми размышлениями на тему шорт-термизма и управляемой прибыли. За несколько лет до него, по мере того как провал нашего общества собственников становился все более очевидным, Круглый стол бизнеса по проблемам корпоративной этики<sup>1</sup> при поддержке Центра по сохранению целостности финансового рынка при Институте дипломированных финансовых аналитиков<sup>2</sup> поднял этот вопрос в 20-страничном докладе под названием «Разорвать порочный круг шорт-термизма» (Breaking the Short-Term Cycle). В 2009 году Аспенский институт опубликовал работу «Преодоление шорт-термизма: призыв к более ответственному инвестированию и управлению бизнесом» (Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management).

Оба этих замечательных доклада ставили своей целью стимулировать терпеливое и бережное отношение к капиталу. Они стремились побудить инвесторов отказаться от «накрутки» (*churning*)<sup>3</sup> и в целом укрепить

<sup>1</sup> Business Roundtable Institute for Corporate Ethics.

<sup>2</sup> Chartered Financial Analyst (CFA) Institute Center for Financial Market Integrity.

<sup>3</sup> Излишние, экономически не оправданные операции управляющими активами по счетам инвесторов для создания оборотов и взимания комиссии с этих операций; противозаконная практика. Прим. науч. ред.

позиции долгосрочного инвестирования, задействовав естественные рыночные силы и определив систему поощрений для участников рынка, чтобы изменить их поведение. Авторы докладов требовали четко определить и неуклонно реализовывать на практике расширенный стандарт фидуциарной ответственности, позволяющий сблизить интересы инвесторов и финансовых посредников. Кроме того, они озвучили необходимость в структурных изменениях, направленных на создание базиса для выплаты вознаграждений тем управляющим, которые ориентированы на долгосрочные цели, в зависимости от эффективности работы их фондов в долгосрочном периоде.

Обе группы призывали координировать меры налогового стимулирования: значительно увеличить разницу в ставках налогообложения при краткосрочном и долгосрочном владении акциями и ввести акцизный сбор (в том числе для организаций, освобожденных от уплаты налогов). Это сдерживало бы избыточную торговлю акциями и стимулировало долгосрочное инвестирование. Обе группы указывали на необходимость реформирования практики управления прибылью, а также на нецелесообразность достижения финансовых целей путем применения агрессивных технологий бухгалтерского учета.

Еще раньше, в 2003 году, Комиссия по частному предпринимательству и общественному доверию<sup>1</sup> — группа ведущих профессиональных инвесторов, глав корпораций и управляющих государственными пенсионными фондами, организованная Conference Board<sup>2</sup> и финансируемая Pew Foundation, — представила свой отчет. В нем анализируются проблемы, вызванные не только тем, что инвесторы в своей деятельности ориентируются на краткосрочную перспективу, но и неспособностью руководства многих компаний решать определенные задачи, стоящие перед нашей корпоративной системой. Комиссия дала ряд рекомендаций, направленных на восстановление доверия в корпоративной системе, которое было подорвано поведением руководителей компаний и управляющих денежными средствами. Создание Комиссии при ассоциации Conference Board стало ответом на крах некоторых крупнейших корпораций (в частности,

---

<sup>1</sup> Commission on Private Enterprise and Public Trust.

<sup>2</sup> The Conference Board — американская некоммерческая членская ассоциация, занимающаяся групповыми экономическими исследованиями. Ее членами является более 1200 публичных и частных компаний из 60 стран мира. Ассоциация основана в 1916 году как Совет национальной промышленной конференции (National Industrial Conference Board — NICB). Прим. науч. ред.

Enron, WorldCom, Quest Communications, Tyco International, Health-South и Arthur Andersen, входившей в «большую пятерку» аудиторов), что заслуживало открытого обсуждения. Как и в других докладах, в отчете звучала мысль о том, что компании должны поддерживать более тесную связь с акционерами, особенно в части представления прозрачной и полной финансовой отчетности.

Что касается корпоративного управления, Комиссия требовала предоставить долгосрочным инвесторам бюллетени для голосования, расширить права акционеров на участие в управлении компаниями, утвердить минимальные сроки владения акциями для получения полных прав голоса и установить стандарты владения акциями для получения права назначать директоров (например, совокупное владение не менее чем 5% акций компании в обращении в течение не менее трех лет). Авторы доклада настаивали на том, что акционеры должны иметь право утверждать опционные программы на базе акций компании и иные планы компенсаций. Комиссия также согласилась с тем, что у корпорации должен быть стимул к разработке долгосрочных целевых показателей эффективности работы, которые подкрепляют долгосрочные цели компании, установленные ее руководством. При этом вознаграждение членов правления необходимо увязывать с решением конкретных стратегических задач. Да, с этим не поспоришь, ведь частная компания зависит от общественного доверия<sup>1</sup>.

## Провал стражей

Каким же образом, спросите вы, эти преступления против культуры долгосрочного инвестирования могут не только существовать, но и процветать в обществе свободных конкурентных рынков? И хотя все они происходят под носом у политических и профессиональных институтов, созданных для того, чтобы служить стражами «корпоративной» и «инвестиционной»

---

<sup>1</sup> Небольшое уточнение: ваш покорный слуга участвовал во всех трех исследованиях. Я был членом Комиссии в то время, когда пост сопредседателя занимал бывший министр торговли Питер Петерсон, а в ее состав входили бывший председатель Федеральной резервной системы Пол Волкер, основатель компании Intel Эндрю Гроув и CEO компании Johnson & Johnson Ральф Ларсен. Кроме того, я входил в состав рабочей группы Института дипломированных финансовых аналитиков и Коалиции Аспенского института. Я имел честь высказать свои взгляды и многое почерпнул из суждений других членов этих первоклассных групп. И я целиком поддерживаю все, что вошло в представленные ими доклады.

Америки, слишком редко кто-либо из этих стражей поднимается и бьет в набат.

В последние годы финансовый сектор играл все более важную роль в корпоративном сегменте. Его корни проросли вглубь и вширь, а во многих случаях даже служат поддержкой «счастливому тайному говору», который я подробно рассматривал в этой главе. По мере вытеснения доминировавшей когда-то культуры долгосрочного инвестирования культурой краткосрочной спекуляции мы все оказались затронуты негативными последствиями шорт-термизма. Результат этого никогда сомнений не вызывал.

В то время как руководители (агенты) корпораций и управляющие (агенты) капиталом ориентируются на эфемерные биржевые курсы, а не на внутреннюю стоимость акций, почти все эти стражи, которым мы доверили блюсти интересы общества, либо игнорировали потенциальные последствия этого, либо содействовали их разрушающему действию. Данный процесс затронул не только корпоративную культуру, но и властные органы. Личная заинтересованность и экономические силы формировали общую культуру того, что я называю «корпоративно-инвестиционным комплексом». Давайте кратко рассмотрим ту роль, которую сыграли 10 главных стражей в содействии утверждению новой культуры спекуляции, особенно в период, предшествовавший кризису 2007–2009 годов и после него.

## 1. Конгресс

Конгресс, проявивший халатность в 1990–2000 годах, проигнорировал усиление проблем и даже усугубил их, отменив закон Гласса — Стиголла и позволив не относить опционы на акции на затраты компаний. Затем, потрясенные шокирующими скандалами в некоторых крупнейших национальных корпорациях в 2001 году, избранные нами госчиновники вышли на сцену с законом Сарбейнза — Оксли 2004 года (известным как SOX). Закон требовал реализации вполне разумных и обоснованных реформ, хотя и широко критиковался в отрасли.

Оказывая слишком большое давление на поддерживаемые правительством ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac, Конгресс подлил масла в огонь, который уже готов был разгореться скандалом с ипотечными ценностями бумагами. Конгресс требовал, чтобы эти финансируемые правительством агентства (по своему статусу являющиеся публичными акционерными компаниями) увеличили свою долю финансовых обязательств в связи с безусловно благой для общества целью: обеспечением граждан

собственным жильем. При этом, однако, Конгресс игнорировал однозначно губительные последствия подобного шага. Частные компании, такие как Countrywide и Washington Mutual, уже предоставившие ипотечные кредиты на миллиарды долларов неквалифицированным заемщикам, также внесли свой вклад в потенциальные убытки. Последовало неизбежное падение цен на жилье.

После обвала рынка недвижимости, злоупотреблений сложными финансовыми производными инструментами, краха некоторых крупнейших финансовых компаний Америки и последовавших за ними государственных мер по их спасению Конгресс снова начал действовать, приняв в 2010 году закон Додда — Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей. Как всегда, он смотрел назад, а не вперед. Многие процедуры претворения норм этого закона в жизнь еще не утверждены, а конечная его эффективность еще не ясна. По моему мнению, данный закон, несмотря на его обоснованность, имеет ряд недостатков, которые нам еще навредят. Правило Волкера на сегодняшний день, конечно, является необходимостью. Однако возвращение закона Гласса — Стиголла, который в 1933 году разделил банки на сберегательные и инвестиционные, но был отменен Конгрессом в 1999 году, стало бы намного более простым и эффективным шагом. И да, я поддерживаю идею создания нового Бюро по финансовой защите прав потребителей, но горькие ошибки политики Вашингтона почти наверняка испортят внедрение и этой инициативы. Результаты работы Конгресса — одно попадание и множество ошибок.

## 2. Судебная система

Несмотря на то что судебная система в целом делает свою важную работу последовательно и без каких-либо поблажек, в последние годы мы наблюдали серьезные провалы, когда она неспособна была выносить решения, основанные на здравом смысле и понимании фактов. Как я отмечаю в главе 3, меня пугает решение, вынесенное Верховным судом США в 2011 году по делу *Citizens United*, которое не только позволяет, но, кажется, и поощряет финансирование политических партий, часто не отражая такие взносы в раскрываемой ими отчетности. (В указанной главе я также описываю мою попытку позволить акционерам решать, давать ли свое согласие на такие взносы.) Через год после вынесения этого судебного решения мы уже могли наблюдать, как отразились безрассудные расходы миллиардеров на политические кампании во время тяжелых праймериз. Суд также

провалил экзамен на служение интересам взаимных фондов, предоставив возможность управляющим самостоятельно определять размер комиссии за консультации. Судья Алито, подписавшийся за большинство судей в деле «Джонс против Harris Associates», судя по всему, не видит разницы между *сборами за консультации и ставками сборов за консультации*<sup>1</sup>.

Суды низших инстанций также нас подвели. Второй окружной апелляционный суд отказал Комиссии по ценным бумагам и биржам в выполнении ею своей работы по защите прав инвесторов, сорвав попытки Комиссии позволить акционерам получать бюллетени для голосования. Мотивировалось это тем, что установленное на федеральном уровне требование об анализе затрат и результатов не было надлежащим образом исполнено. Но сколь благородной ни была бы эта цель, Суд, вероятно, не понимает того, что если затраты на выполнение большинства федеральных требований являются материальными и легко подсчитываются, то основные выгоды часто могут быть нематериальны и не поддаются подсчету. Как, например, можно определить хотя бы приблизительную стоимость прав акционеров и корпоративной демократии?

В статье датского писателя и ученого Бьерна Ломборга, опубликованной в The Wall Street Journal в апреле 2012 года, автор прекрасно описал это противопоставление. «Экономисты не пользовались большой популярностью со времен финансового кризиса, поскольку их профессия вырисовывалась как безрассудная ориентация на неубедительные математические модели в противовес здравому смыслу... Анализ затрат и выгод может показаться весьма достоверным подходом — прагматичным и денежно ориентированным. Однако того требует мир дефицита и конкуренции за ресурсы. Хороший же анализ затрат и результатов включает в себя нечто большее, чем просто экономические затраты» [курсив мой. — Д. Б.].

### 3. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC)

SEC слишком часто не соответствовала цели своего создания — защите интересов инвесторов. Неспособность исправить в лучшем случае вводящие в заблуждение финансовые отчеты наших крупнейших корпораций, кажется, никогда не привлекала внимания SEC. А неспособность раскрыть крупнейшую «схему Понци», созданную Мейдоффом, в которой

<sup>1</sup> В своем экспертном заключении по делу «Джонс против Harris Associates», которое было представлено мной в Верховный суд в 2009 году, я напирал на это различие, как только мог. Но мое страстное обращение, вероятно, даже не было рассмотрено при выражении судьей Алито мнения большинства судей.

были задействованы активы инвесторов на 60 млрд долларов, дала критикам SEC давно изыскиваемую ими возможность лишить ее ресурсов, необходимых для работы. Председатели Комиссии Артур Левитт и Уильям Дональдсон, без сомнения, мудро служили своему делу во время нахождения на посту (в 1993–2000 годах и 2001–2005 годах соответственно). Но заслуги их преемников весьма неоднозначны. Срок полномочий нынешнего председателя Мэри Шапиро только начался. На мой взгляд, она обладает правильной системой ценностей и четко ориентирована на защиту инвесторов. Естественно, ее принципиальная позиция, направленная на защиту участников фондов денежного рынка от еще одного панического изъятия средств, лишь укрепляет мою уверенность.

Некоторые из наиболее значимых инициатив Комиссии, направленных на регулирование деятельности взаимных фондов, корпоративное управление и предоставление бюллетеней для голосования, к сожалению, были отклонены в судах по техническим причинам. Мы можем отчасти винить Конгресс в этой проблеме. Как уже отмечалось выше, требование о том, чтобы все новые федеральные нормативно-правовые акты подкреплялись анализом затрат и результатов, — неплохая идея. Но давайте посмотрим на это с другой стороны: как вы сможете измерить выгоды федерального стандарта фидуциарной ответственности для управляющих капиталом? В результате анализ затрат и результатов используется противниками реформы, чтобы задушить любые меры, предложенные регуляторами. Эта целенаправленная тактика до сих пор успешно применяется в наших судах.

#### *4. Совет управляющих Федеральной резервной системы*

За возникновением пузыря на рынке жилищного строительства стояла чрезвычайно либеральная денежно-кредитная политика, которую поддерживал действовавший в то время председатель Федеральной резервной системы Аллан Гринспен. Он сделал займы дешевыми для спекулянтов и допускал чрезмерную долговую нагрузку и использование заемных средств в нашей финансовой системе. Но, вероятно, такое же значение имел и тот факт, что Федеральная резервная система почти полностью игнорировала высокие риски кредитной деятельности, которую осуществляли банки и коммерческие кредиторы (примеры таких компаний приведены

выше), обрубая жизненно важную связь между заемщиком и кредитором. Гринспен, к величайшему сожалению нашего общества, просто отметил предупреждения своих коллег по Совету о серьезных проблемах на рынке ипотечного кредитования.

В пользу Гринспена можно отметить, что в своих показаниях перед Конгрессом в октябре 2008 года он признал свою ошибку. По выражению бывшего главы ФРС, кризис был вызван «кредитным цунами такой силы, какое бывает раз в 100 лет», и это цунами возникло вследствие обрушения «всего здания человеческого интеллекта». «Те из нас, кто надеялся на личную заинтересованность кредитных организаций в защите акционерного капитала (и я, в частности), находятся в состоянии шока. Они просто не могут в это поверить», — сказал он. Неспособность личной заинтересованности обеспечить саморегулирование, по его словам, была «недостатком в модели, которую я воспринимал как важную функционирующую структуру, объясняющую, как работает мир». Как заметил один из авторов журнала *The New Yorker* Джон Ланчестер: «Это действительно чрезвычайно большая структура, в которой сложно не найти недостатков».

### *5. Рейтинговые агентства*

Присваивая рейтинг AAA множеству новых выпусков ипотечных облигаций, рейтинговые агентства, обладавшие соответствующими полномочиями на федеральном уровне, превращали высокорисковую спекуляцию с использованием заемных средств в приемлемую форму инвестирования для кредиторов, которые жаждали пустить в дело свои капиталы под щедрые ставки доходности. Почему кредиторы и их специалисты по инвестициям безоговорочно соглашались с этими рейтингами, это уже другая история. *Standard & Poor's* и *Moody's*, два крупнейших рейтинговых агентства, безусловно, получали высокую плату (обычно 300 000–500 000 долларов, а иногда и до 1 млн долларов за выпуск) от эмитентов за присвоение этих инвестиционных рейтингов. Очевидно, что здесь прослеживается потенциальный конфликт интересов, поскольку часто высшие рейтинги присваивались только после того, как рейтинговое агентство проводило работу с эмитентом по устранению препятствий на пути получения столь желаемого «тройного А» (необходимого, чтобы продать низкокачественные бумаги, как считается, хорошо информированным институциональным инвесторам). Влияние рейтинговых агентств столь

глубоко укоренилось в наших процедурах работы и на нашем финансово-рынке, что ни Конгресс, ни регуляторы до сих пор не нашли способов снижения значимости той роли, которую эти агентства играют в рыночной системе.

### *6. Аудиторы*

Наши сертифицированные аудиторы (certified public accountant — CPA), безусловно, играли роль поддержки в «счастливом тайном сговоре» между двумя группами агентов — руководителями корпораций и управляющими капиталом, — которые постепенно сместили акцент в своей деятельности в пользу достижения краткосрочной прибыли. Аудиторы слишком часто действовали как партнеры руководства, хотя они должны быть независимыми экспертами, подтверждающими финансовую устойчивость компании на основе ее бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах.

Легко понять, почему компании хотели бы использовать лазейки в GAAP<sup>1</sup>, чтобы увеличить объявляемую прибыль. В течение многих десятилетий наши аудиторы, например, не видели проблем в предоставлении консалтинговых услуг по вопросам управления (высокодоходной и высокоэффективной деятельности), в то время как они должны были оказывать компании услуги по независимой экспертизе. Этот очевидный конфликт интересов не соответствует принципу независимости. К чести председателя ФРС Левитта (и несмотря на серьезную оппозицию в Конгрессе) он в конце концов выиграл битву за отнесение опционов на затраты, а также сумел запретить аудиторам предоставлять аудиторские и консалтинговые услуги одному и тому же клиенту.

Во время моей службы в Совете по стандартам независимости (Independence Standards Board), созданном Левиттом, я работал с тремя другими членами совета и CEO четырех крупнейших аудиторских компаний в стране. Когда аудиторы выдвигали причины, почему их независимость является основой для обеспечения целостности их экспертных заключений, они снова и снова упоминали «репутационные риски». То есть, если бы они действовали каким-либо иным образом, кроме как независимо, это бы фатально отразилось на их репутации. Но меня всегда интересовало, нет ли реальных репутационных рисков в жесткости, непримиримой верности

---

<sup>1</sup> Generally Accepted Accounting Principles — общепринятые принципы бухгалтерского учета.  
Прим. науч. ред.

своим позициям и в требовании точного соблюдения духа и буквы ГААР? Сохранили бы они в этом случае свою клиентуру? Привлекли бы новых клиентов? Увы, этот вопрос никогда не обсуждался.

## 7. Финансовая пресса

За редким исключением, журналисты и редакторы деловых изданий не смогли разглядеть сгущавшийся дым, который стал предвестником огненной бури в мире финансов в 2008–2009 годах. Возможно, это требовало утомительных масштабных исследований. Возможно, финансовые махинации были слишком сложны. Возможно, наши финансовые инженеры оказались столь хитры, что смогли умело скрывать свои действия. При этом трудно понять, почему финансовые журналисты уделяли столько внимания колебаниям фондового рынка, когда каждый подъем или спад рассматривался как достойное упоминания в прессе событие, хотя эта торговая активность на самом деле означала лишь передачу прав собственности на акции от одного инвестора к другому. Почему прессы не уделяла внимания глобальным трендам и встречным течениям в нашем финансовом секторе вместо того, чтобы квартал за кварталом освещать краткосрочную (или даже долгосрочную) эффективность «лучших» взаимных фондов за истекший период? Да, были журналисты, бывшие в набат, — я имею в виду Гретхен Моргенсон и Флойда Норриса из The New York Times, Джонатана Клементса и Джейсона Цвейга из The Wall Street Journal и некоторых других. Но слишком немногие их коллеги воспринимали и поддерживали этот «тревожный звон».

## 8. Аналитики по ценным бумагам

Вероятно, вы полагаете, что профессиональные аналитики по ценным бумагам, работающие в крупнейших финансовых институтах, стояли на «первой линии защиты» от скандалов в сфере аудита, свидетелями которых мы стали за последние 10 лет. В конце концов, эти хорошо подготовленные профессионалы в области инвестиций обычно имеют прямой доступ к CEO и CFO<sup>1</sup> корпораций, которые они оценивают. Но аналитики по ценным бумагам продающей стороны (то есть консультанты, представляющие интересы брокерских компаний) в массе своей не смогли заметить или сообщить о финансовых махинациях, имевших место в бухгалтерском

---

<sup>1</sup> CFO (Chief Financial Officer) — главный финансовый директор. Прим. науч. ред.

учете компаний, акции которых они анализировали. Конфликты интересов были широко распространены, особенно если компании (привлекавшие аналитиков за солидные вознаграждения) участвовали в IPO именно тех компаний, за анализ акций которых несли ответственность их аналитики по ценным бумагам. Отрицательная оценка акций означала бы не только потерю *части* прибыльного бизнеса по андеррайтингу — это был риск потери *всего* потенциального бизнеса андеррайтинга.

В соответствии с соглашением, заключенным с генеральным прокурором Нью-Йорка Элиотом Спирцером, компании, которые привлекли к работе аналитиков, представлявших на Уолл-стрит интересы продавцов и вовлеченных в конфликт интересов, в итоге заплатили за то, что они сделали (или не смогли сделать) штраф в 1,2 млрд долларов. Вынужден отметить, что аналитики со стороны покупателей, которые не были вовлечены в конфликт интересов и работали на крупных институциональных инвесторов, тоже не обращали внимания на нарушения, имевшие место при представлении отчетности о прибыли компаний. Или, возможно, собственные карьерные интересы заставляли их идти в ногу с системой «управления прибылью».

Лишь немногие аналитики по ценным бумагам, обычно в ущерб своей карьере, принимали вызов системы и анализировали ошибки Уолл-стрит. Одним из них был опытный банковский аналитик Майк Майо, который приложил все свои усилия, чтобы разъяснить, почему Уолл-стрит не терпит правды. В результате он стал «Изгоем Уолл-стрит» (Exile on Wall Street). Именно так называлась его книга 2011 года, из которой я привожу эти пронзительные (и честные) слова:

Аналитики должны проверять работу финансовой системы. Это люди, которые могут разобраться в финансах компании и объяснить инвесторам, что происходит в реальности. Всего имеется около 5000 так называемых аналитиков продающей стороны, «сторожевых псов» американских компаний. К сожалению, многие из них — не более чем чирлидеры<sup>1</sup>. Они боятся нарушить покой в своих компаниях, боятся отвратить от себя организации, которые отслеживают, или навлечь гнев руководителей. Даже сегодня аналитики лишь в 5% случаев рекомендуют инвесторам продавать акции. При этом любой первокурсник программы MBA<sup>2</sup> может сказать вам, что 95% акций не могут быть фаворитами.

<sup>1</sup> Чирлидер — участник танцевальной группы поддержки спортивной команды. Прим. ред.

<sup>2</sup> MBA (Master of Business Administration) — мастер (магистр) делового (бизнес-) администрирования; квалификационная степень в управлении, предполагающая наличие у ее обладателя достаточных знаний для осуществления руководящей деятельности среднего и высшего звена. Прим. науч. ред.

Много лет я указывал на такие проблемы банковского сектора, как чрезмерные риски, колоссальные компенсационные выплаты банкирам, более агрессивная кредитная политика. В результате я подвергался нападкам, меня игнорировали, мне угрожали судом, руководители банков смеялись надо мной — все это делалось с намерением убедить меня смягчить позицию. Что нам необходимо, так это более совершенный вариант капитализма, и он начинается с бухгалтерского учета. Пусть банки работают свободно, но при этом обеспечивают всем желающим возможность ознакомиться с показателями (реальными показателями); это включает также политику в области банкротства. Пусть те, кто желает заработать на рисках — кредиторы, заемщики и руководители банков, — также отвечают за свои ошибки. Нам просто необходимы изменения в культуре, чтобы аналитики проявляли любознательность, работали независимо и могли делать критический анализ публичных компаний, контролирующих значительную часть экономики.

## 9. Директора

Вполне можно предположить, что директора компаний или взаимных фондов будут действовать так, чтобы предотвратить скандалы в своих структурах (как, например, в случае с Enron или торговлей в разных часовых поясах). Но если и были руководители, вставшие на защиту инвесторов, интересы которых они призваны защищать, то я о таких не слышал. Во главе крупнейших инвестиционных банков Уолл-стрит, которые лопнули (или лопнули бы без программ по их спасению, столь щедро оплаченных налогоплательщиками), стояли директора с самыми безупречными характеристиками, которые только можно себе вообразить. (Не буду называть их имена.)

Но они оказались либо дезинформированы, либо недостаточно информированы о постыдных финансовых махинациях, которые происходили буквально под самым их носом. Я не знаю этому иного объяснения, кроме того, что они пренебрегали своими фидуциарными обязательствами перед акционерами, избравшими их. Еще до того, как разразился последний финансовый кризис, Уоррен Баффет отмечал, что даже «умные и достойные директора, к сожалению, не справились со своими обязанностями». Он называл их «вилляющими хвостом щенками», которые смиренно следуют рекомендациям консультантов по компенсациям.

Баффет еще сильнее критикует директоров взаимных фондов. Здесь он усиливает свою метафору, называя их даже не «щенками», а «комнатными собачками». Все ожидали, что они будут «дойерманами», а они оказались «кокер-спаниелями». Его критика вполне справедлива.

Где были директора, которые контролировали взаимные фонды, замешанные в скандале с маркет-таймингом (был раскрыт генпрокурором Нью-Йорка Элиотом Спйтцером в 2003 году)? Читали ли они вообще годовые отчеты фондов, которыми руководили, где явно прослеживались поразительные объемы сделок по покупке и продаже паев фонда? (Иногда годовой объем сделок с паями фонда даже превышал общую сумму активов самого фонда!) Почему они не обратились в суд с исками к управляющим, которые принимали участие в этих заговорах по обману долгосрочных инвесторов фонда, чьи интересы они обязаны были блюсти? Почему они продлевали договоры на управление фондами с теми, кто был замешан в этом (опять же) «счастливом тайном сговоре»? Еще раз цитируя Баффета, скажем: «Как и все директора в “корпоративной” Америке, эти доверенные лица должны принять решение, кому они служат: собственникам или управляющим».

### *10. Акционеры*

Акционеры призваны были стать последними из стражей, ведь на кону стоит будущее компаний, чьими акциями они владеют. Они должны быть обеспокоены, и весьма серьезно, всеми теми нарушениями, которые я описал в этой главе. Самой большой загадкой остается, как и почему институциональные инвесторы, владеющие (в конечном итоге осуществляющие тотальный контроль) практически всеми публичными корпорациями в стране, проигнорировали (или просто не поняли) то, что делали многие корпорации, пытаясь добиться фантастической краткосрочной доходности (вспомним машину для подсчета голосов) вместо реальной долгосрочной ценности (вспомним весы). О чем думали эти собственники? Как они могли поддерживать стольких управляющих и директоров компаний, вовлеченных в финансовый инжиниринг прибыли, и голосовать за них год за годом? Обращали ли они внимание на то, что управление подконтрольными им компаниями часто осуществлялось в интересах их руководителей, а не акционеров? Почему они не использовали права собственников, чтобы потребовать от руководства компаний соблюдения своих интересов?

Это отдельная тема для разговора. В следующей главе мы подробнее поговорим о том, почему уклонявшиеся от обязанностей институциональные инвесторы (агенты) не смогли надлежащим образом защитить интересы своих принципалов. Основной причиной тому были движущие силы

«счастливого тайного сговора» и шорт-термизма, ставшие характерными для общества двойных агентов. Далее рассмотрим ряд рекомендаций, которые призваны помочь восстановить традиционную культуру нашего капитализма.

## Вывод

Самой необъяснимой неудачей этих десяти стражей, на которых была возложена ответственность за сохранение корпоративной целостности в Америке, стал провал институциональных управляющих капиталом. В конце концов, эти управляющие были в наибольшей степени заинтересованы в результатах, имели все возможности оценить свою ответственность и шансы начать реформы. Как я писал в одной из своих предыдущих книг, «кто-то должен следить за этими корпоративными и финансовыми гениями». Поскольку другие стражи вряд ли справляются со своей ролью, а участники фондов не могут делать это самостоятельно, управляющие фондов, имея аналитические способности, возможности для исследований и большой опыт голосования по доверенности, должны были заполнить этот пробел. После того как они столько лет молчали о проблемах корпоративного управления, для взаимных и пенсионных фондов — этих мощных институциональных инвесторов — настало время нарушить молчание и встать на сторону своих клиентов.