

# Рискованный бизнес

Искаженные стимулы для инвестиционных менеджеров могут усиливать глобальный финансовый риск

Рагурам Раджан

**З**А ПОСЛЕДНИЕ тридцать лет финансовые системы во всем мире претерпели радикальные изменения. У людей появилась возможность занимать более крупные суммы по более низким ставкам, инвестировать во множество инструментов с самыми разными характеристиками риска и доходности, а также разделять риски с другими инвесторами в разных странах мира. Произошло расширение и углубление финансовых рынков, а типичная операция теперь включает больше участников и осуществляется на более независимой основе.

Эти изменения вызваны как минимум тремя факторами. В результате *технических изменений* снизилась стоимость связи и компьютерного обеспечения, а также стоимость получения, обработки и хранения информации. Например, в настоящее время широко используется широкий диапазон методов — от финансового инжиниринга до оптимизации портфеля и от секьюритизации до оценки рейтинга кредитоспособности. *Дeregулирование* устранило искусственные барьеры, препятствовавшие выходу на рынок новых фирм, и благоприятствовало конкуренции между продуктами, институтами, рынками и юрисдикциями. А в результате *институциональных изменений* в финансовом секторе возникли новые учреждения, такие как паевые инвестиционные компании и хеджевые фонды, а также новые политические, правовые и регулирующие механизмы (например, за последние два десятилетия возникла целая институциональная структура регулирования инфляции — с диапазоном мер от независимости центрального банка до публикации регулярных отчетов об инфляции).

Хотя эти изменения финансового ландшафта и называют «дезинтермедиацией» (снижением роли финансовых посредников), поскольку они означают отход от традиционных связей, опирающихся на банки, фактически этот термин употребляется неправильно. В ряде промышленно развитых стран физические лица перестали размещать значительную часть своих сбережений непосредственно в банках и инвестируют на рынке косвенным образом, через инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, а также вкладывают средства в компании через фонды венчурного капитала, хеджевые фонды и другие формы участия в частном капитале. Менеджеры этих финансовых учреждений, которых я буду называть «инвестиционными менедже-

рами», заменили собой банки и стали новыми посредниками между индивидуальными инвесторами и рынками.

А что же сами банки? Хотя банки сейчас могут продавать значительную часть риска, связанного с порождаемыми ими «товарными» операциями, такими как ипотечные ссуды, объединяя их в пакеты и снимая со своего баланса, часть риска все же остается. Обычно это первый убыток, то есть убыток от нескольких первых ипотечных ссуд в пакете, которые погасают погашаться. Кроме того, теперь банки проводят гораздо больше операций, в которых они имеют сравнительное преимущество. Обычно это такие операции, в которых сложно определить явные контрактные отношения, или такие операции, последствия которых должны быть хеджированы путем проведения торговых операций на рынке. Например, банки предлагают резервные кредитные линии для выпуска корпорациями коммерческих векселей. Это означает, что когда корпорация испытывает трудности, и рынки коммерческих векселей истощаются, банк предоставляет кредитование. Разумеется, такие ссуды сопряжены с риском и неликвидны. При этом они отражают более общую тенденцию: по мере того как традиционные операции становятся все более ликвидными и появляется возможность проводить их на рынке, банки обращаются к менее ликвидным операциям. Конкуренция вынуждает их постоянно корректировать допустимые пределы неликвидности.

Нет сомнений в том, что более широкий выбор посредников и финансовых операций дает большие преимущества, такие как снижение операционных издержек, связанных с инвестированием, расширение доступа к капиталу, отражение более разнообразных мнений на рынке и возможность более эффективного распределения рисков. Однако есть в этом и отрицательные стороны, что заставляет задуматься о том, не согласились ли мы ненароком на фаустовскую сделку, приобретая во многих случаях большее богатство, но и некоторую вероятность полной катастрофы. По моему мнению, нынешняя действительность может оказаться более рискованной, поскольку инвестиционные менеджеры движимы искаженными стимулами, речь о которых пойдет ниже. Однако нам едва ли удастся узнать это наверняка. Таким образом, центральные банки и органы регулирования финансовой системы должны помнить: лучше всего быть наготове.



Рагурам Раджан — экономический советник и директор Исследовательского департамента МВФ.

## Выбор правильных стимулов

В прошлом управляющие банков получали в основном фиксированную зарплату. Учитывая, что регулирование сдерживало конкуренцию, акционеры не видели необходимости предлагать руководству сильные стимулы для улучшения результатов работы (такие стимулы могли даже оказаться вредны, поскольку побуждали бы управляющих банков принимать нежелательный риск). Главным фактором, который удерживал руководство банка от принятия плохих инвестиционных решений, была непрочная структура капитала банка (и, возможно, регулирование). Если руководство банка проявляло некомпетентность или было уличено в мошенничестве, это могло вызвать панику среди вкладчиков и массовое изъятие вкладов. Угроза такой крайней меры в сочетании с ограниченным вознаграждением, которое не включало компенсаций в виде акций или опционов, заставляло банкиров быть чрезвычайно консервативными. Это отвечало интересам вкладчиков, поскольку обеспечивало сохранность их капиталов. Акционеры также были довольны, так как благодаря ограниченной конкуренции они получали стабильную ренту.

В новых условиях, характеризующихся дерегулированием и конкуренцией, инвестиционным менеджерам не могут быть предоставлены те же традиционные стимулы, которые в былое время имели управляющие банков. Поскольку новому поколению менеджеров нужен стимул для поиска качественных инвестиций, то и вознаграждение должно отражать доходность инвестиций, особенно по сравнению с конкурентами. Более того, новых инвесторов привлекает высокая доходность. А существующие инвесторы, в том случае, если они недовольны, переводят свои деньги в другое место (хотя зачастую они делают это по инерции). Поскольку вознаграждение также зависит от объема управляемых активов, инвестиционные менеджеры в целом имеют дело с такой структурой компенсации, при которой вознаграждение заметно возрастает при хороших показателях и уменьшается, хотя и не столь резко, при неудовлетворительных результатах.

Итак, наблюдается два важных отличия теперешней структуры стимулов для инвестиционных менеджеров от структуры стимулов банковских управляющих в прошлом. Во-первых, обычно в процессе образования инвестиционных доходов вероятность потерь ниже, чем вероятность роста, в связи с чем у менеджеров есть стимул идти на больший риск. Во-вторых, имеют значение результаты их работы по сравнению с другими менеджерами, потому что от этого зависит их вознаграждение, либо потому, что на этом основании инвесторы изымают или вкладывают свои средства. Сознание того, что менеджеров оценивают в сопоставлении с другими, может стимулировать превосходную работу, но может также вызывать разнообразные виды нерационального поведения (см. врезку).

Способствуют ли банки такому поведению или сдерживают его? Вознаграждение управляющих банков, хотя оно и не зависит в такой степени от доходности, не совсем свободно от конкурентного давления. Банки получают доходы, как порождая риски, так и принимая их на себя. Поскольку традиционные риски, такие как ипотеки и ссуды, могут быть перенесены с балансов банков на балансы инвестиционных менеджеров, банки заинтересованы в увеличении их числа. Таким образом, они скорее склонны подстегивать стремление к риску, чем ограничивать его. Однако, как я утверждал ранее, банки не могут продать весь риск. В действительности они часто вынуждены нести самую сложную и неустойчивую долю создаваемого ими риска, поэтому даже после переноса части риска с баланса банки опять принимают на себя новые и более сложные риски. Имеющиеся данные подкрепляют эту

оценку: несмотря на углубление финансовых рынков, банки, возможно, не стали надежнее, чем в прошлом. Более того, несмотря на то что риски банков могут сегодня показаться меньшими, эти риски — лишь верхушка айсберга.

Но, пожалуй, самая серьезная проблема связана с тем, смогут ли банки предоставлять финансовым рынкам ликвидность, с тем чтобы, если «остаточный риск» все же материализуется, аннулировать финансовые позиции и распределить убытки таким образом, чтобы максимально сократить последствия для реальной экономики. Прошлый опыт свидетельствует о том, что банки успешно справлялись с этой ролью. Однако нет никакой гарантии того, что они смогут делать это и в будущем. В прошлом банки были в состоянии обеспечить ликвидность, в том числе и потому, что надежные балансы позволяли им привлекать имеющуюся на рынке свободную ликвидность. При этом сегодня банки нуждаются в более ликвидных рынках для хеджирования некоторых рисков, связанных с создаваемыми ими сложными продуктами или предоставляемыми гарантиями. Более сильная зависимость от рыночной ликвидности может поставить под сомнение надежность финансового положения банков в периоды кризисов, ограничивая их способность как и в прошлом обеспечивать ликвидность.

В совокупности эти тенденции свидетельствуют о том, что несмотря на появление гораздо большего количества участников рынка, способных взять на себя риск, система продолжает создавать финансовые риски, которые фактически еще больше. И даже учитывая, что теоретически среди участников рынка должно иметь место разнообразие мнений и действий, и они должны быть в большей степени способны принимать риски, конкуренция и вознаграждение могут привести к большей корреляции в поведении, чем это целесообразно. Хотя трудно делать категоричные утверждения о таком сложном явлении, как современная финансовая система, вполне возможно, что в результате происходящего циклические коле-

## Нежелательное поведение

Оплата по результатам деятельности может провоцировать рискованное поведение инвестиционных менеджеров. Одним из его видов является принятие риска, скрываемого от инвесторов. Поскольку риск и доходность взаимосвязаны, создается впечатление, что менеджер добился лучших результатов, чем его коллеги, учитывая принятый им риск. Обычно риск, который легче всего скрыть (при наличии требования о периодической отчетности), — это «остаточный риск», то есть риск с низкой вероятностью серьезных негативных последствий и щедрым вознаграждением в остальное время. Второй тип поведения — следовать выбору инвестиций большинству других менеджеров, так как это гарантирует, что результаты будут не хуже, чем у других. Однако такое стадное поведение может сместь цены активов от основных экономических показателей.

Оба вида поведения могут подкреплять друг друга во время бума цен на активы, когда инвестиционные менеджеры готовы принять «остаточный риск», связанный с низкой вероятностью того, что цены активов внезапно вернутся к основным экономическим показателям, а сознание того, что многие другие менеджеры также идут на этот риск, придает им уверенность в том, что их результаты не будут существенно хуже, если бума обернется крахом. Эти виды поведения могут усугубляться при низких процентных ставках, когда у некоторых участников не только возрастают стимулы к «поиску доходности», но и цены активов стремительно идут вверх, создавая условия для резкой и беспорядочной корректировки.

бания в финансовом секторе усиливаются по сравнению с прошлым. Эти изменения могут также увеличить (пока еще небольшую) вероятность катастрофы.

К сожалению, мы не знаем, насколько это беспокойство обосновано, пока система не подвергнется испытанию. Наиболее оптимистично было бы предполагать, что, подвергаясь все более сильным потрясениям, система будет выявлять недостатки и становиться более эластичной. Поэтому, перефразируя святого Августина, мы должны просить: «Господи, если нас ожидают потрясения, пусть они сначала будут небольшими». Опасность заключается в том, что настоящий шторм может случиться, до того как экономика подвергнется испытанию на прочность.

Если уровень риска действительно чрезмерно высок, почему же инвесторы не предлагают своим менеджерам такие условия вознаграждения, которые бы ограничивали краткосрочную ориентацию на доходность и связанное с этим принятие рисков? Ответ заключается в том, что для этого может быть очень мало частных стимулов. Во-первых, систематических данных о том, что прошлые результаты финансовых инвестиций являются индикатором будущих результатов, невзирая на пример Уоррена Баффета или Питера Линча, очень мало. Это означает, что постоянная смена инвесторами объектов вложений имеет небольшую социальную ценность. Но инвесторам в отдельно взятом фонде выгоден значительный приток новых инвестиций, так как при этом снижаются средние издержки фонда. В итоге частные выгоды от привлечения инвесторов на основании высоких краткосрочных показателей работы фонда превышают социальную ценность, а у инвесторов слишком мало стимулов удерживать менеджеров от ориентации на краткосрочную перспективу.

Конечно, если помимо этого инвесторы не имеют полного контроля над менеджерами, — например, из-за недостатков в системе корпоративного управления, — а у менеджеров есть частные стимулы получать доходы в краткосрочной перспективе (чтобы сохранить свои рабочие места или ради общего признания, которое сопутствует успеху), частное равновесие может вновь порождать чрезмерно рискованные действия. Частной стороне также трудно полностью воспользоваться выгодами от предоставления ликвидности — если цены повысятся и будут более точно отражать основные экономические показатели, выгоду получат все участники торговли, а не только тот, кто предоставил рынку ликвидность. Поэтому и частный сектор имеет очень небольшие стимулы бороться со сложившейся ситуацией.

### Ограничение последствий

Итак, что же могут предпринять разработчики экономической политики? Хотя чрезмерное регулирование может задушить конкуренцию, которая стимулирует инновации в финансовом секторе, полное бездействие также не представляется приемлемой альтернативой. Хотя мы все еще мало знаем о сложном устройстве финансовых рынков, уместно назвать два основных средства.

**Денежно-кредитная политика.** В денежно-кредитной политике должно учитываться то влияние, которое она оказывает на стимулы. Как уже отмечалось, и низкий уровень процентных ставок, и их непредвиденное резкое снижение может негативно повлиять на стимулы. Это подразумевает, что быстрые масштабные изменения денежно-кредитной политики связанны со значительными издержками, причем не только во внутренней экономике, но и на всех взаимосвязанных рынках. Одно из следствий заключается в том, что изменение политики должно быть постепенным (но не обязательно предсказуе-

мым), а не резким. Во-вторых, хотя дефляция может быть чрезвычайно пагубной для реального сектора экономики, непредвиденные, но устойчивые низкие процентные ставки могут стать источником существенных искажений для финансового сектора и, следовательно, для цен активов. Это означает не только необходимость препятствовать дефляции, с тем чтобы не пришлось в качестве ответного средства использовать чрезвычайно низкие ставки в рамках экономической политики. Отсюда следует и необходимость более пристального контроля в случае применения таких ставок — для сдерживания чрезмерно завышенных цен активов. В-третьих, и это довольно очевидно, уже нельзя только на основе изучения состояния банковской системы и ее кредитного риска делать выводы о формировании совокупного кредита, и тем более о стабильности финансовой системы. И, наконец, финансовый сектор в некоторых ситуациях может сталкиваться с более серьезными проблемами ликвидности и платежеспособности, поэтому центральные банки должны проявлять бдительность и следить за возможными дефицитами совокупной ликвидности.

**Пруденциальный надзор.** Может потребоваться расширить пруденциальный контроль, не ограничиваясь лишь коммерческими или инвестиционными банками, а включая и такие учреждения, как хеджевые фонды. Какие инструменты могут быть использованы для этого? Конечно, наряду с регулированием капитала определенную роль будут играть большая прозрачность и раскрытие информации. Но разработчикам политики, возможно, придется также рассмотреть возможность использования системы вознаграждения менеджеров, чтобы привести поведение инвестиционных менеджеров в соответствие с общими интересами. Вместо того чтобы ограничивать или сдерживать вознаграждение, практика *регулирования вознаграждения* могла бы просто включать обязательное требование долгосрочного инвестирования части вознаграждения, которое получают высшие менеджеры, в инструменты инвестиций, находящихся в управлении. Учитывая, что некоторые инвесторы уже требуют этого от своих инвестиционных менеджеров, такое требование, возможно, не будет чрезмерно обременительным. Конечно, необходимо действовать разумно, чтобы не заставлять инвестиционных менеджеров действовать слишком консервативно и, таким образом, лишиться выгод, которые приносит экономике их поведение, ориентированное на принятие риска. Именно поэтому оптимальная вероятность катастрофического краха финансового сектора никогда не будет равна нулю.

\*\*\*\*

В настоящее время финансовые рынки находятся в очень хорошем состоянии. Однако именно в такие периоды обычно возникают эксцессы. Одна из причин для беспокойства — цены на жилье, которые во всем мире находятся на завышенном уровне. Хотя методы и инструменты для смягчения колебаний стали более совершенными, существует большая степень неопределенности относительно их эффективности в случае серьезного экономического спада. Даже в процессе развития финансовых рынков мы должны постоянно пересматривать способы их регулирования и поддержки с помощью мер политики, в то же время не подавляя творческий подход и инновации. Только в этом случае можно будет полностью реализовать их потенциал. ■

*Настоящая статья основана на подготовленной автором в 2005 году работе "Has Financial Development Made the World Riskier?" («Сделало ли финансовое развитие мир более рискованным?»), с которой можно ознакомиться по адресу: <http://www.imf.org>.*