

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНФОРМАЦИОННОЙ АСИММЕТРИИ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

© Марина Витальевна ЧЕРНЫШОВА

Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва,  
Российская Федерация, кандидат экономических наук, старший преподаватель  
кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,  
докторант, e-mail: mv\_chernyshova@mail.ru

Современное состояние финансового рынка в значительной мере зависит от информационного пространства, возникающего в процессе формирования спроса и предложения на финансовые активы. При этом взаимодействие институтов финансового рынка происходит в условиях асимметричности информации, которая ставит в неравные условия участников сделки. Особенно актуально рассмотрение данной проблемы в рамках современного финансового рынка России, так как недостаток инвестиций в реальный сектор в значительной мере отражается на экономических показателях в целом по стране. Современный отечественный финансовый рынок формирует среду, в которой решения принимаются в условиях отсутствия полноты и симметричности распределения информации. Неравномерное распределение имеющейся информации на фондовом рынке порождает неблагоприятный отбор, как следствие – отказ от инвестиций в будущем. Реальный сектор экономики России требует финансирования с помощью различных финансовых активов, которые генерируются на рынке ценных бумаг. Существует огромное множество инструментов фондового рынка для инвестиций, но из всего многообразия стоит выделить инструменты коллективного инвестирования, способствующие вовлеченности широких масс населения в финансирование отечественных компаний. Исследование особенностей рынка коллективных инвестиций России на данный момент является особо актуальным в силу происходящих инфраструктурных изменений этого сегмента.

*Ключевые слова:* асимметрия информации; неблагоприятный отбор; риск недобросовестности; рынок коллективного инвестирования; информационное поле.

С момента появления первых инвестиционных фондов прошло около 18 лет, и этот рынок, несмотря на бурное развитие, все равно остается малопопулярным среди широкого круга инвесторов [1]. Крупные инвесторы стараются работать с индивидуальным управляющим, формирующим особый портфель ценных бумаг под каждого клиента, в то время как доверительный управляющий имуществом инвестиционного фонда обязан придерживаться инвестиционной декларации, которая жестко регламентируется нормами законодательства в области инвестиционных фондов [2]. Однако это не означает, что права владельца паев при этом ущемляются по сравнению с клиентами доверительного управления портфелем ценных бумаг. Более того, права владельца паев защищены лучше с точки зрения законодательства, но данный факт все равно не способствует существенному притоку капитала в имущество фондов.

На какого инвестора рассчитан современный российский рынок коллективного инвестирования? Что именно отталкивает индивидуальных инвесторов?

Если сгруппировать данные по возможностям различного типа инвесторов (в частности, физических и юридических лиц), то общую картину можно представить в виде табл. 1. Это максимально упрощенная картина отечественного рынка коллективных инвестиций. Дело в том, что входной порог в имущество инвестиционного фонда закрытого типа, как правило, слишком высок. Поэтому участие в таких формах инвестиций обычным домохозяйствам не доступно. Более того, закрытая форма инвестиционного фонда рассчитана на узкий и заранее определенный круг частных инвесторов (квалифицированных инвесторов).

Участие физических лиц в интервальных фондах ограничивается возможностью выкупа паев управляющей компанией только в строго отведенные интервалы, что снижает ликвидность данных ценных бумаг, а как следствие – их популярность среди широкого круга индивидуальных инвесторов.

В то же время для юридических лиц возможности участия в имуществе инвестиционных фондов различного типа неограниченны, т. к. данный тип инвесторов обладает

## Возможность участия инвесторов в инвестиционных фондах

Типы инвесторов \ Типы инвестиционного фонда	Открытый	Интервальный	Закрытый
Физические лица	+	+/-	-
Юридические лица	+	+	+

большими ресурсами для инвестиций и может себе позволить как долгосрочные, так и краткосрочные вложения.

Роль домохозяйств на рынке коллективного инвестирования и непосредственное участие в фондах открытого типа весьма велики. Остановимся на рассмотрении этого сегмента как наиболее перспективного и необходимого для отечественного фондового рынка. Важно при этом отметить, что трансформация капитала из одной формы в другую, посредством эффективного управления инструментами коллективного инвестирования на фондовом рынке, помогает развивать различные сегменты экономики в целом.

Попробуем рассмотреть основные причины нежелания домохозяйствам идти на рынок коллективного инвестирования:

- риски;
- ограниченные ресурсы;
- недоверие к управляющим;
- ситуация на фондовом рынке;
- состояние экономики в целом;
- незнание рынка коллективных инвестиций;
- низкая текущая доходность инструментов рынка коллективных инвестиций;
- предыдущий неудачный опыт владения ценными бумагами и т. п.

Это наиболее распространенные причины недоверия домохозяйств к рынку коллективного инвестирования. Но у всех причин есть одна природа – это человеческий фактор, а именно страх. Страх перед неизвестностью как следствие недоверия ко всем институтам, организующим процесс трансформации имущества инвестиционных фондов в активы фондового рынка. Страх обусловлен незнанием и отсутствием полноты раскрытия информации о методике управления имуществом фонда, отсутствием информации о самих управляющих и их профессиональном опыте [3].

Даже планомерная политика государства в сфере регулирования деятельности инфраструктуры рынка коллективного инвестиро-

вания, а также разработка законодательных норм в рамках защиты законных прав инвесторов все равно не способствуют серьезному притоку капитала на фондовый рынок от домохозяйств [4]. Одна из важнейших причин заключается в асимметричности информации на рынке коллективных инвестиций.

Стоит отметить, что примером симметричной информации является рынок совершенной конкуренции. В этих условиях стороны сделки обладают исчерпывающей информацией об имеющихся альтернативах, что способствует принятию оптимального решения. Обеспечение таких условий в отечественной практике проблематично, поэтому экономические решения принимаются в условиях недостатка и недоступности рыночной информации. Помимо этого присутствует неравномерное распределение информации между агентами (доверительными управляющими имуществом фондов) и принципалами (индивидуальными инвесторами), что искажает картину инвестиционных возможностей и деформирует поведение продавцов такого рода услуг и покупателей паев инвестиционных фондов.

Вопросы асимметричности информации начали заботить ученых еще в начале XX в., а одно из первых определений было дано в работе Уильяма Спенсера Викри, посвященной теории неопределенности и риска. Последующее изучение данного аспекта, влияющего на экономические отношения, было отражено в работах многих экономистов.

Асимметрия информации характеризует ситуацию, при которой один субъект рынка обладает более полной и важной информацией по отношению к другому [5]. При более подробном анализе такой ситуации можно выделить следующие причины ее возникновения:

- качество предоставляемой информации;
- объем предоставляемой информации;
- возможности анализа информации субъектами рынка.

Качество предоставляемой информации на рынке коллективного инвестирования характеризуется ситуацией, при которой инвестору для доверительного отношения к управляющему имуществу инвестиционного фонда необходимо осуществлять проверку информации, чтобы исключить ее недостоверность.

Большой поток информации способен запутать инвестора, при этом потребует дополнительных затрат на приобретение важной информации.

При этом не все инвесторы обладают умением корректно анализировать поступающую информацию и смотреть на ситуацию шире, а формирование ошибочных выводов базируется на отсутствии базовых экономических знаний [6].

С учетом современных темпов развития экономики, ее информационной направлен-

ности появляется потребность в надежной и подлинной информации. Симметричная информация создает условия высокой конкурентоспособности на рынке, следствием чего является выполнение экономических задач инвестора. Асимметрия информации детерминирует хозяйственную обособленность субъектов рынка коллективных инвестиций, формирует информационное поле в каждом его сегменте.

Стоит отметить, что рынок коллективных инвестиций является инструментом секьюритизации активов инвесторов, выходящих на этот рынок. Упрощенную схему информационного поля, возникающего в процессе вложений в инструменты коллективного инвестирования, можно представить в виде рис. 1.

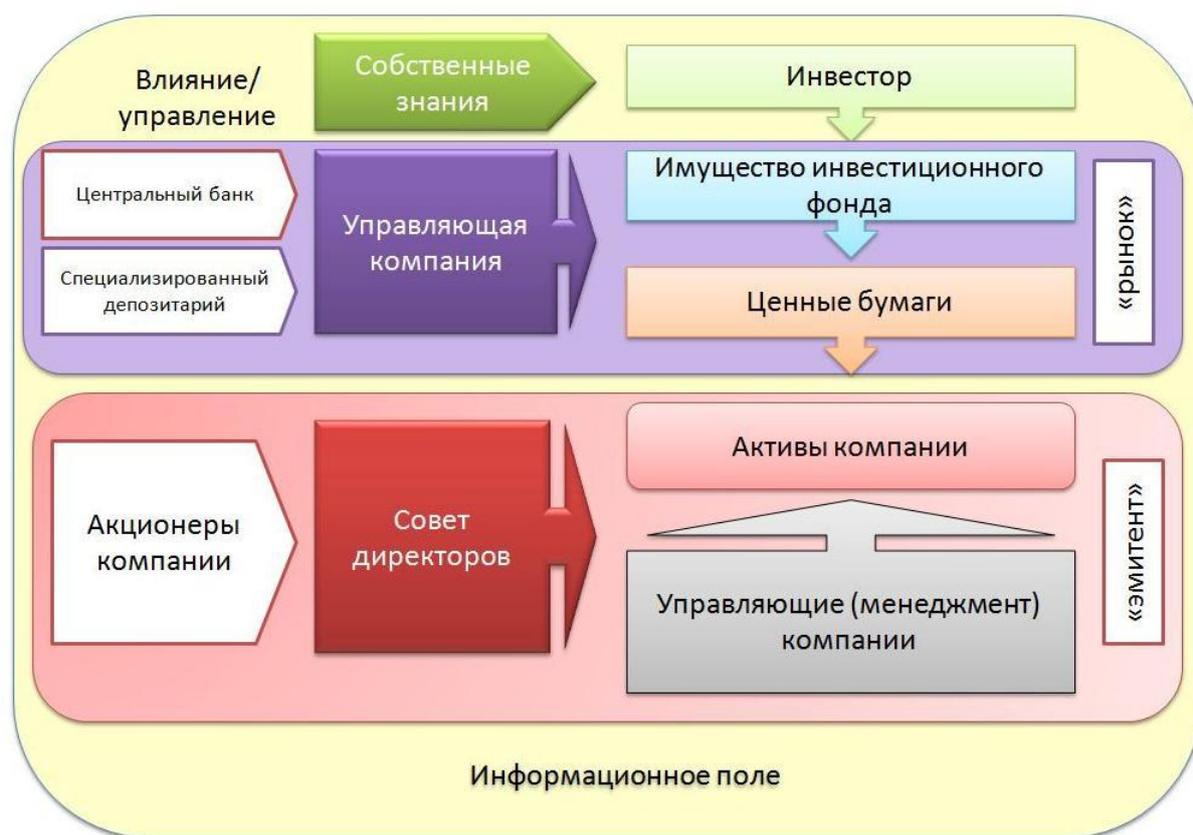


Рис. 1. Многослойность информационного поля рынка коллективного инвестирования

На сегодняшний момент информация является основой экономических отношений, и любые ее искажения оказывают влияние на

активность субъектов рынка. Более того, если рассматривать индивидуального инвестора, который обладает достаточным уровнем

экономических знаний и имеет возможность самостоятельно формировать инвестиционный портфель активов, то анализ информации включает в себя только уровень «рынок» и «эмитент» [7]. В случае с долевым участником инвестирования, которого представляет инвестор, не обладающий достаточным уровнем знаний в экономике, то ему остается либо довериться управляющему, который проанализирует уровень «рынок» и «эмитент», либо подвергнуть анализу уровень «управляющий». Но при этом анализ уровня «рынок» и «эмитент» все равно придется доверить управляющему, т. к. на корректный анализ знаний неопытного инвестора будет недостаточно.

Асимметричность информации на рынке коллективного инвестирования порождает его неэффективное функционирование и ограничивает конкуренцию этого сегмента фондового рынка. Изучение данной проблемы имеет научную и практическую значимость, возникает необходимость в теоретической разработке мер, способствующих снижению асимметричности информации на рынке коллективного инвестирования, методов уменьшения негативного воздействия асимметрии информации на индивидуальных инвесторов.

Но главной задачей является формирование благоприятного инвестиционного климата в стране, повышение уровня управления активами. В данном контексте стоит отметить важность снижения асимметрии как между уровнями «рынок» и «эмитент», так и внутри этих уровней. Это условие является базой для повышения инвестиционной привлекательности активов отечественных компаний для потенциальных российских индивидуальных инвесторов.

Одна из немногих работ, посвященная проблеме влияния информационной асимметрии на управление предприятием, принадлежит Г. Минзу и А. Берли («Современная корпорация и частная собственность») [8]. Согласно основным тезисам данного исследования авторы четко разграничивают функции менеджмента компании от функций акционеров в рамках публичных акционерных обществ [9]. Данный факт способствовал возникновению нового уровня профессиональных управляющих и развитию фондового рынка. Более того, на уровне «эмитент», согласно исследованию Г. Минза и А. Берли, концентрируются колоссальные капиталы,

управляя которыми менеджмент компании лишает акционеров возможности полностью контролировать их использование. Данный факт провоцирует возникновение ряда проблем теории и практики корпоративного управления на информационном уровне «эмитент». В этом случае информацию недополучает не только индивидуальный инвестор, но и агент в лице управляющей компании. В любом сегменте рынка один класс экономических субъектов всегда будет обладать более полной информацией, чем другой. Но в случае с рынком коллективного инвестирования для потенциального пайщика недостаток информации удваивается. Если управляющая компания в процессе управления активами принимает решение только на базе публичной информации и собственного анализа, то индивидуальный инвестор в этом случае может принять только одно решение: либо приобрести паи, либо погасить их и выйти из долевого участия в инвестировании [10]. Управляющей компании необходимо стараться работать эффективно, показывая максимальную доходность по рынку. Но, учитывая современное состояние фондового рынка, многим компаниям сложно выйти даже на средний уровень индексной доходности.

Данная ситуация является хорошим примером неблагоприятного отбора, являющегося следствием асимметрии информации на рынке коллективного инвестирования. Неблагоприятный отбор характеризуется положением, когда вне зависимости от того, кто обладает более полной информацией – агент (управляющая компания) или принципал (индивидуальный инвестор), – асимметрия информации провоцирует инвестора отказать от вложений в инструменты коллективного инвестирования, тем самым вытесняя с рынка инвестиционные фонды, прекращая их деятельность. Ущерб от неблагоприятного отбора несут и управляющие компании, лишаясь ресурсов для осуществления своей профессиональной деятельности. На практике это приводит к ликвидации компании.

Еще один эффект, схожий по своим последствиям с неблагоприятным отбором, – риск недобросовестности. Наличие большего объема информации, более квалифицированный персонал и возможности более качественного анализа существующей информации являются потенциалом управляющей компании, который способствует формированию

собственной инвестиционной политики в отношении имущества инвестиционного фонда, но она не всегда учитывает интересы пайщиков, хотя всегда остается в рамках законодательства. Стимулом для управляющей компании в отношении деятельности по доверительному управлению имуществом инвестиционного фонда всегда было только вознаграждение. Вознаграждение управляющей компании прописано в правилах доверительного управления имуществом инвестиционного фонда и имеет либо фиксированный процент, либо плавающую процентную ставку в зависимости от изменения стоимости чистых активов инвестиционного фонда, но может быть четкое ограничение по уровню этого вознаграждения за год. Поэтому вне зависимости от того, насколько эффективно работает управляющая компания, она может быть ограничена в уровне своих бонусов. Как правило, это ограничение является в конце календарного года, и управляющая компания вынуждена возместить перерасход за счет будущего вознаграждения. Риск недобросовестности может проявляться в отсутствии прямого контроля деятельности управляющей компании со стороны пайщика. Реальному контролю со стороны специализированного депозитария и Центрального банка подвергаются непосредственно сделки управляющей компании с имуществом фонда, но этот контроль осуществляется только в рамках законодательства. Если рассматривать качество инвестиционных решений, эффективность деятельности и профессиональный уровень сотрудников управляющей компании, то пайщику эта информация практически не доступна. Более того, эффективность деятельности управляющей компании пайщик может оценить, только увидев результат ее деятельности, оценив текущую доходность фонда, находящегося под ее управлением. На этапе выбора оценка истории доходности того или иного инвестиционного фонда не дает гарантии таких же доходов в будущем. Поэтому любая реклама будущей доходности инвестиционного фонда управляющей компании законодательно запрещена.

В силу указанных обстоятельств, в условиях современного развития рынка коллективного инвестирования, одним из методов повышения его эффективности и привлекательности для индивидуального инвестора будет являться поиск путей снижения асим-

метричности информации на всех уровнях. Механизм управления имуществом инвестиционного фонда полностью подчинен законодательным нормам и правилам доверительного управления этим имуществом. Есть четкие рамки, в пределах которых действует управляющая компания, контролируемая независимым специализированным депозитарием и Центральным банком, но есть фондовый рынок, на котором его профессиональный участник не всегда может спрогнозировать движение цен на активы, но, диверсифицировав портфель, может максимально снизить возможность убытков. А насколько профессионально специалист управляющей компании подойдет к решению этого вопроса, зависит исключительно от его квалификации, о которой может знать только он и его руководство. Пайщикам фонда эта информация недоступна.

В любом случае для принятия решения о приобретении паев инвестиционного фонда потенциальному инвестору необходимо обладать финансовой грамотностью, подробно изучить законодательство, регулирующее этот сегмент рынка, и обязательно внимательно прочитать правила доверительного управления имуществом выбранного инвестиционного фонда. Данная информация даст возможность знать свои права по отношению к такому роду активов и обязательно их отстаивать в случае возникновения несоответствия требованиям нормативно-правового регулирования. Знания в области финансовых рынков помогут индивидуальному инвестору сделать правильный выбор инвестиционного фонда, тем самым определив стратегию инвестирования.

Механизм принятия решения о выборе способа инвестирования для индивидуального инвестора достаточно сложен, отсутствует единая методология выбора. Выбор инвестора базируется на знаниях и информации, способствующей либо принятию правильного решения, либо совершению неэффективного инвестирования, как следствия отказа от работы с рынком коллективных инвестиций в будущем. Поэтому независимо от выбора управляющей компании индивидуальный инвестор должен обладать минимальными знаниями в экономике, повышая свою финансовую грамотность. Важными этапами подготовки к принятию решения о выборе инструмента инвестирования являются:

- получение информации о продуктах рынка коллективных инвестиций;
- определение цели инвестирования;
- оценка деятельности управляющих, предоставляющих услуги на данном рынке;
- анализ ситуации на рынке в целом;
- прогноз конъюнктуры рынка в целом (на базе собственных знаний либо с использованием аналитических прогнозов).

Таким образом, для принятия решения индивидуальному инвестору необходима информация, с учетом сбора которой он сможет принять правильное решение. От качества этой информации зависит качество принимаемых решений и качество результата инвестиций в активы инвестиционных фондов, что еще раз акцентирует важность проблемы асимметрии информации на рынке коллективного инвестирования.

- 
1. *Корищенко К.Н.* К посткризисному развитию инфраструктуры и регулирования финансового рынка // Деньги и кредит. 2010. № 4. С. 37-45.
  2. Об инвестиционных фондах: федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. Доступ из справочно-правовой системы «Консультант-Плюс».
  3. *Макконелл К., Брю С.* Экономикс. М., 2002.
  4. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: федеральный закон от 5.03.1999 г. № 46-ФЗ. Доступ из справочно-правовой системы «Консультант-Плюс».
  5. *Шкалаберда Я.Л.* Асимметрия информации в рыночной системе хозяйствования. М., 2007.
  6. *Полищук Л.И.* Микроэкономическая теория: проблемы асимметричной информации и общественных благ. Препринт № KL/2003/009. М., 2003.
  7. *Нуреев Р.М.* Курс микроэкономики. М., 2002.
  8. *Akerlof G.* The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 84. № 3. P. 488-500.

9. *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / пер. с англ.; под ред. В.В. Ковалева. СПб., 2001.
10. О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов: постановление ФКЦБ РФ от 18.02.2004 г. № 04-5/пс. Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».

- 
1. *Korishchenko K.N.* K postkrisisnomu razvitiyu infrastruktury i regulirovaniya finansovogo rynka // Den'gi i kredit. 2010. № 4. S. 37-45.
  2. Ob investitsionnykh fondakh: federal'nyy zakon ot 29.11.2001 g. № 156-FZ. Dostup iz spravochno-pravovoy sistemy “Konsul'tantPlyus”.
  3. *Makkonell K., Bryu S.* Ekonomiks. M., 2002.
  4. O zashchite prav i zakonnykh interesov investorov na rynke tsennykh bumag: federal'nyy zakon ot 5.03.1999 g. № 46-FZ. Dostup iz spravochno-pravovoy sistemy “Konsul'tantPlyus”.
  5. *Shkalaberda Ya.L.* Asimetriya informatsii v rynochnoy sisteme khozyaystvovaniya. M., 2007.
  6. *Polishchuk L.I.* Mikroekonomicheskaya teoriya: problemy asimetrichnoy informatsii i obshchestvennykh blag. Preprint № KL/2003/009. M., 2003.
  7. *Nureev R.M.* Kurs mikroekonomiki. M., 2002.
  8. *Akerlof G.* The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 84. № 3. P. 488-500.
  9. *Brighem Yu., Gapenski L.* Finansovyy menedzhment: polnyy kurs: v 2 t. / per. s angl.; pod red. V.V. Kovaleva. SPb., 2001.
  10. O regulirovanii deyatelnosti upravlyayushchikh kompaniy aktsionnykh investitsionnykh fondov i paevykh investitsionnykh fondov: postanovlenie FKTSB RF ot 18.02.2004 g. № 04-5/ps. Dostup iz spravochno-pravovoy sistemy “Konsul'tantPlyus”.

Поступила в редакцию 20.09.2014 г.

UDC 336.77.067.22

THEORETICAL FOUNDATIONS OF INFORMATION ASYMMETRY OF MARKET OF COLLECTIVE INVESTMENTS

Marina Vitalyevna CHERNYSHOVA, Financial University Under the Government of RF, Moscow, Russian Federation, Candidate of Economics, Senior Lecturer of “Financial markets and financial engineering”, Candidate for Doctoral Degree, e-mail: mv\_chernyshova@mail.ru

The current state of financial market largely depends on the information space, resulting in the formation of demand and supply of financial assets. Thus the interaction of the institutions of the financial market takes place in conditions of asymmetric information, which creates unequal conditions of the parties to the transaction. Especially important consideration of this problem in the framework of modern financial market of Russia, as the lack of investment in the real sector largely reflected in economic indicators in the country as a whole. Modern domestic financial market form the environment in which decisions are made in the absence of completeness and symmetry of the distribution of information. The uneven distribution of available information on the stock market rises to adverse selection, as a consequence of the abandonment of investment in the future. The real sector of the Russian economy requires financing through various financial assets, which are generated on the securities market. There are so many instruments of the stock market for investment, but of the variety is to provide tools for collective investment, promote the involvement of the broad masses of the population in the financing of domestic companies. Investigation of the features of the collective investment market of Russia is particularly relevant at the moment due to the ongoing infrastructural changes in this segment.

*Key words:* information asymmetry; adverse selection; moral hazard; market of collective investments; information field.