

ВОПРОСЫ ТЕОРИИ, СТРАТЕГИИ И ТАКТИКИ
ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕФОРМ

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК:
СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ

В.П. Федоров,

*доктор экономических наук, профессор, зам. директора
Института Европы Российской академии наук*

Отечественный опыт, связанный с ценными бумагами, вряд ли можно назвать стимулирующим фактором в развитии современного фондового рынка. Первый государственный заем относится к 1927 г. и был предназначен для финансирования индустриализации. Такая практика была продолжена в послевоенные годы, оплата этих добровольно-принудительных займов при Хрущеве перенесена «по инициативе населения» на неопределенное время, а потом и вовсе сведена почти на нет. Во многих семьях до сих пор хранятся непогашенные государственные долговые бумаги как напоминание о тогдашнем обмане советских людей со стороны развитого социализма.

В новой России в начале 90-х годов от финансовых авантюр пострадали миллионы жителей, которые по неопытности были вовлечены в разного рода заманчивые пирамиды, такие как АО «МММ», АО «Хопер-Инвест» и др. Обещанные последними сверхвысокие проценты обернулись потерями сбережений, нередко крупных, опрометчиво доверенных гражданами новоявленным финансовым лжегениям.

Приватизационные чеки (ваучеры), которые по обещаниям властей призваны были способствовать установлению справедливости в обществе, на деле послужили рычагом для беспрецедентного имущественного расчленения в стране.

Затем последовал дефолт 1998 г. из-за безответственной политики центральных властей на рынке ГКО. Огромные долги, накопленные через выпуски этих обязательств, привели в конце концов к объявлению неплатежеспособности государства. Инвесторы понесли ощутимый ущерб при обратной продаже облигаций. Произошло

резкое обесценение рубля по отношению к доллару. Доллар, стоивший 6 руб., увеличился в цене в несколько раз.

Тем не менее, несмотря на указанные негативные явления, фондовый рынок в России, как часть более обширного финансового рынка, растет, и в этом подъеме активное участие принимают государственные органы, частные корпорации и физические лица. В фондовый рынок вовлекаются не только крупные центры, как Москва, Санкт-Петербург, но и отдаленные регионы, усматривающие в нем шанс собственного развития.

«Если сравнить, как западные рынки выглядели 10 лет назад и как они выглядят сегодня, то выявятся разительные отличия. В этом отношении хороший пример - ссьюритизация. Во многих европейских странах - в Испании, Франции, Италии, Германии - 10 лет назад ничего похожего на ссьюритизацию не существовало», - пишет немецкий эксперт Макс Гутброд, партнер компании «Бейкер и Макензи» [1].

В. Стеля представляет для примера [32] следующую сделку ссьюритизации. За рубежом, как правило в оффшоре, учреждается некая финансовая компания, за счет чего достигается значительное уменьшение издержек. Российский коммерческий банк продает ей свои активы, например права на выданные потребительские кредиты. Затем компания выпускает облигации. Таким образом, банку не приходится ждать, чтобы должники расплатились с ним. Заемщики продолжают платить банку проценты по кредитам, хотя юридически их кредитором теперь является не банк, а третья фирма. Банк же продолжает взыскивать долги не как кредитор, а как сервисный агент, заключивший с

компанией-эмитентом облигаций договор на сервисное обслуживание.

Другим примером существенных перемен может послужить развитие хэдж-фондов, которые играют неоднозначную роль в мировой финансовой системе. Расширяя выпуск деривативов и вовлекая новых участников рынка, что является положительным фактором, они в то же время усиливают неопределенности, всегда существующие при купле-продаже ценных бумаг, а в условиях слабой регулируемости и неподотчетности могут способствовать мощным потрясениям в финансовой сфере. «В мире хэдж-фондов прозрачность является чуждым словом», - пишет западный журнал [2]. Правительства западных стран склоняются к тому, чтобы принять жесткие правила в отношении этих фондов. В России хэдж-фонды пока еще не получили прописку.

Если уж так обстоит дело со зрелыми фондовыми рынками, то тем большим изменениям подвержены развивающиеся рынки, к которым относится и российский.

К настоящему времени он далеко ушел от того состояния, в котором находился полтора десятилетия с небольшим назад. Вслед за Постановлением Совета Министров СССР в 1988 г. «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг», положившим начало процессу, властями СССР и РСФСР вскоре были приняты документы о разгосударствлении собственности. Распространение приватизационных чеков в 1992 г. и скупка их отдельными юридическими и физическими лицами ускорили продвижение к рыночному хозяйству, что одновременно сопровождалось гиперинфляцией, резким падением производства, дерегулированием. Свою роль в упорядочении деятельности фондового рынка сыграли принятые федеральный «Закон об акционерных обществах» (1995 г.) и закон «О рынке ценных бумаг» (1996 г.).

Сегодня российский фондовый рынок, сформировавшийся в своих общих чертах, находится в развитии - как с точки зрения содержательной, так и в плане структурной реорганизации. К нему применим термин *emerging*, а не *developed*. Он встраивается в систему взаимосвязанных рыночных механизмов национальной экономики и мирового хозяйства. Мировой фондовый рынок яв-

ляется одним из важнейших факторов глобализации, интегрирует национальные системы и устанавливает стандартизацию правил и юридических законов. «Мы работаем так, как будто в мире нет географических границ», - заявляет генеральный директор одной из крупнейших консультационных фирм «Accenture» Уильям Грин [3].

В настоящее время на Западе действуют порядка десяти фондовых бирж, столпов рынка ценных бумаг, с тенденцией их сокращения посредством слияний и поглощений.

Размер и структура

Нехватка банковского капитала для реальной экономики отрицательно сказывается на общеэкономической ситуации. По международным меркам, российские банки выглядят весьма скромно. Весь отечественный банковский ресурс равняется 18,3% от рыночной капитализации самой большой банковской группы Ситигруп [4]. Участие иностранных кредитных учреждений в российском банкинге в форме дочерних обществ составляет сегодня 12%. Согласно договоренности с США в связи со вступлением России в ВТО этот показатель достигнет в перспективе 50%.

В условиях ограниченных банковских ресурсов важное значение приобретает развитие фондового рынка, выступающего альтернативным источником средств для народного хозяйства. «Западные биржи имеют огромный опыт, и нам есть чему у них поучиться», - не скрывает Александр Потемкин, президент ЗАО ММВБ [5].

Федеральная служба государственной статистики дает недостаточные сведения по рассматриваемой теме. Например, в Российском статистическом ежегоднике в разделе «Рынок ценных бумаг» приводятся лишь две таблицы о государственных ценных бумагах, ГКО - ОФЗ. Между тем значение этого рынка как макроэкономического фактора постоянно повышается.

В конце 2005 г. капитализация российского рынка акций достигла 63% валового внутреннего продукта. Сохраняющийся в экономике перекоп в сторону сырьевых отраслей находит отражение в структуре ка-

питализации - 64,3% акций приходится на нефтегазовый сектор [6]. К началу 2009 г. планируется довести капитализацию рынка акций к ВВП до 70%, что будет возможно при условии опережающего развития финансового рынка по сравнению с валовым продуктом.

Важно отметить, что долговременным стимулом подъема фондового рынка должна быть его ориентация на внутренний, а не внешний рынок, на потребительский сектор народного хозяйства, составляющий преобладающую часть валового продукта.

Резервы для роста фондового рынка весьма велики, если брать всю совокупность используемых в хозяйстве финансовых инструментов - акций, облигаций, паевых взносов и др. В российской экономике насчитывается 4150 млн предприятий и организаций, и только ничтожная их часть принимает участие в торгах. Из 40 тыс. открытых акционерных обществ, которые являются одной из самых продвинутых форм предпринимательства, число эмитентов на организованном и индикативном рынках не достигает и тысячи. В ежедневных курсовых сводках акций российских эмитентов фигурируют только две сотни с небольшим ценных бумаг, причем основная доля торгов приходится на десятку известных «голубых фишек».

Перечень корпоративных облигаций содержит менее ста наименований. На фондовой бирже во Франкфурте на Майне, крупнейшей из семи немецких бирж, торгуются акции более чем 6,2 тыс. фирм и 8 тыс. облигаций.

Оценивая финансовые рынки в нашей стране, председатель правления «Barclay's Capital» Х.Й. Рудлофф отмечает, что «сейчас это самый слабый элемент в экономической структуре России, и непонятно, почему правительство не действует еще более активно, чтобы создать российскую площадку для IPO» [7].

Первичное размещение акций (Initial Public Offering, IPO) является существенным событием в деятельности компании. Превращаясь в публичную со всеми вытекающими отсюда изменениями, она увеличивает свою обеспеченность финансовыми средствами. Возникающий вслед за этим вторичный рынок ее ценных бумаг, хотя и не оказывает

прямого немедленного воздействия на финансовое положение компании, служит важным индикатором его стабильности. Значительно улучшаются возможности данной компании на кредитном поприще. Хотя IPO связано с немалыми первоначальными расходами и непростой процедурой, приобретение статуса публичной компании выгодно с той точки зрения, что привлеченные средства акционеров обходятся дешевле, чем тот же объем банковских займов. (Подробнее о первичном *размещении акций российских эмитентов на открытом рынке* можно узнать в специальном выпуске еженедельника «Экономика и жизнь», приложение № 21 за 2006 г., и в последующих номерах.)

Размещение акций на зарубежных биржах диктуется разными соображениями, в том числе заботой о безопасности компании. Это служит для нее некоторой подстраховкой на случай недружественных действий со стороны собственного государства. Политические риски для бизнеса в России достаточно высоки. Как отмечал английский журнал «Экономист», страх перед хищным государством в связи с делом ЮКОСА вызвал в 2005 г. волну первичных размещений акций российских фирм в Лондоне [8]. Можно отметить, что российские фирмы предпочитают именно лондонскую фондовую биржу (London Stock Exchange) при размещении своих акций за границей. До 60% всех котирующихся на лондонской бирже иностранных бумаг принадлежит российским эмитентам. В целях укрепления связей лондонская биржа и ММВБ подписали в 2006 г. беспрецедентный договор о сотрудничестве. Вместе с тем чуть ранее, в начале 2006 г., Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), преемница прежней Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), установила пропорцию, согласно которой не менее 30% средств при IPO должно быть получено на отечественном рынке. В дальнейшем ФСФР намерена повысить эту долю до 50%.

Как известно, российские предприятия не имеют права размещать свои акции за рубежом. Заменителями акций в таких случаях выступают депозитарные расписки. Пакет акций, предназначенных для выпуска на их основе расписок, хранится у отечествен-

ного депозитария, или кастодиана, в то время как уполномоченный зарубежный банк эмитирует расписки, подтверждающие владение этим банком указанным пакетом акций. Путем достаточно сложной системы взаимоотношений участников сделки становится возможным преодолевать узкие для рынка рамки национальных границ, пересечение которых для некоторых видов ценных бумаг запрещено законом.

Первое размещение акций по международным правилам (ИРО) российской компанией, а именно ВымпелКомом, произошло в форме американских депозитарных расписок (АДР) III уровня (самого высокого) на Нью-Йоркской фондовой бирже (ноябрь 1996 г.). Это было незаурядное событие в деловой жизни. Сегодня 70 российских компаний осуществили выпуск АДР и ГДР (глобальных депозитарных расписок, которые обращаются не только в США, но и в других странах). В Германии и Англии в 2006 г. стали рассчитываться биржевые индексы по России. Их базой служат депозитарные расписки российских компаний*.

По мнению экспертов, российская компания, разместившая на Нью-Йоркской фондовой бирже свои АДР, стоит на 20% дороже, чем если бы она провела размещение акций в России [9. С. 78].

Вместе с тем проявились настораживающие для Старого Света моменты в деятельности американских властей, из-за чего некоторые европейские компании перемещаются на фондовые площадки за пределами США. Как свидетельствуют эксперты, в целях предотвращения новых финансовых потрясений, связанных с фальсификацией отчетных документов (например, случай с энергетическим концерном «Энрон»), в США были ужесточены правила работы корпора-

ций - усилена прозрачность бухгалтерии, введена обязательность предоставления запрашиваемых надзорной инстанцией материалов, повышена личная ответственность руководителей фирм. Однако уйти от закона Сарбанс-Оксли на более либеральные биржи оказалось не так просто. Это вообще невозможно сделать, если численность граждан США, владеющих акциями той или иной фирмы, превышает определенный предел (в 2006 г. - 300 чел.). Более того, как сообщается, даже те иностранные компании, которые переместятся на зарубежные фондовые рынки, не смогут избежать американского правосудия, если владельцами ценных бумаг являются крупные американские акционеры, например пенсионные фонды.

Российские эксперты также обращают внимание как на преимущества выхода на рынки ценных бумаг США (привлечение долгосрочного капитала, улучшение репутации компании), так и на неблагоприятные стороны (уменьшение ликвидности внутреннего рынка) [10]. Следует отметить, что закон Сарбанс-Оксли подвергается в США сильной критике и выдвигаются предложения о его смягчении путем внесения поправок [11].

Российские власти намерены исправить сложившуюся тенденцию отечественных предприятий привлекать в больших масштабах финансовые средства путем продажи акций за рубежом, а не на внутреннем рынке. Так, в 2005 г. из 29,7 млрд долл. США проданных акций лишь 9,4 млрд долл. были получены на отечественных площадках. Аналогичная ситуация наблюдается и с реализацией корпоративных облигаций. Как отмечается в Программе социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2006-2008 гг.), причиной является то, что помимо финансовых аспектов (относительная дешевизна заимствований за рубежом) на соотношение внутреннего и внешнего сегментов влияют неразвитость инфраструктуры и значительные административные барьеры. Вместе с тем обращает на себя внимание, что 70% рынка акций российских компаний контролируются иностранными фондами [12]. Другими словами, неразвитость отечественной инфраструктуры и прочие факторы не мешают последним проникать на фондовый рынок.

* В международном финансовом мире существует несколько биржевых индексов. Методика их определения может быть *разная* и зависит от того, какие при этом используются показатели: количество наблюдаемых компаний (часто несколько СОТО), рассчитывается ли общая рыночная капитализация или только капитализация *free float* (часть акций, находящихся в свободной продаже, что, по мнению экспертов, предотвращает искусственное завышение стоимости компаний), учитываются ли выплаченные дивиденды и др. Индекс Доу-Джонса Нью-Йоркской фондовой биржи - самый первый и известный индикатор. Он появился в феврале 1885 г. и назван по именам своих создателей. Доу (сокращенно) исчисляется на основе движения акций 30 корпораций.

В перспективе планируется наряду с существующим порядком также одновременное размещение акций на отечественных и иностранных биржах. Утвержденная распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006 г. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. предусматривает, что торговля основными долями российских активов будет осуществляться в России, а доля операций с российскими акциями на российских торговых площадках составит в 2008 г. не менее 70%. Тем самым решено скорректировать процесс, когда, как фиксирует Стратегия, вследствие недостатков отечественного финансового рынка с конца 2003 г. большая часть сделок с российскими акциями стала осуществляться на зарубежных фондовых биржах. Счет идет на многие миллиарды долларов.

Растут индексы ММВБ (охватывает акции 19 компаний) и РТС (50 бумаг), что свидетельствует о постепенном преодолении такого затянувшегося неблагоприятного явления, как недооценка российских предприятий. Вокруг этих двух главных индексов складываются семейства индексов, характеризующих фирмы по отдельным, частным, критериям. Предупреждения о рисках, связанных с возможной переоценкой рынка ценных бумаг, хотя и следует воспринимать серьезно, однако они являются постоянным фактором финансовой жизни.

Вообще же, по словам американского фондового эксперта, славящегося своими точными прогнозами, Уолтера Димера, «рынок акций имеет намного лучшую репутацию как заблаговременного индикатора, чем все показатели конъюнктуры, вместе взятые» [13]. Стоит, правда, добавить, что и данный индикатор может вводить в заблуждение. Это неоднократно имело место в экономической истории. Лауреат Нобелевской премии по экономике Роберт Энгл (Robert Engle) считает, что «мы часто не знаем, имеем ли мы дело с пузырьком или нет...» [14]. Под пузырьком имеется в виду спекулятивный спрос на фондовом, рынке.

В специальной экономической литературе иногда рассматривается очень злободневная для текущего момента тема - о благотворном влиянии фондового рынка на подавление инфляции: лишние деньги погло-

щаются (стерилизуются) этим рынком, о чем свидетельствует зарубежный опыт [15]. Данная взаимосвязь требует дальнейшего изучения. Известно, что фондовая площадка служит местом реализации как инвестиционных, так и спекулятивных намерений, причем их соотношение может меняться в зависимости от конъюнктуры. Применительно к нынешней ситуации утверждается, что ввиду состоявшихся и ожидаемых новых размещений российский рынок, ранее преимущественно спекулятивный, начинает приобретать статус инвестиционного, нацеленного на привлечение средств в реальную экономику [16]. Здесь следует заметить, что оба элемента рынка, инвестиционный и спекулятивный, неразрывно связаны друг с другом, причем было бы ошибочно приписывать последнему отрицательную роль. Вторичные торги, не увеличивая непосредственно инвестиции в реальную экономику, выявляют размеры рыночной капитализации хозяйствующих субъектов и связывают денежную массу.

Одним из лидеров фондового рынка является «Газпром», перешедший на составление бухгалтерской отчетности по международным правилам. Численность индивидуальных акционеров здесь достигает 500 тыс. чел. Его капитализация поднялась до 230 млрд долл. США. Некоторые эксперты, учитывая рыночную недооцененность концерна, не исключают в перспективе повышение планки до одного триллиона. Академик РАН Д. Львов считает, не приводя конкретных подсчетов, что рыночная оценка «Газпрома» занижена в 30 раз. В настоящее время «Газпром» уступает в мире по размеру капитализации, считающемуся лучшим критерием, только двум концернам - «Эксон Мобил» и «Дженерал Электрик». На стороне расширяющего свои позиции глобального нефтегазового игрока - мощная политическая поддержка. Правда, у этого гиганта есть свои слабые места - непрофильные виды собственности, большие долги, убыточные внутренние цены (36 долл. США за 1 тыс. куб. м газа).

Большой удельный вес на фондовом рынке занимают нефтяные концерны, такие как «ЛУКОЙЛ», «Роснефть» и др. Свою ведущую роль они сохраняют и в будущем в связи с ростом спроса на жидкое топливо в

мире. О перспективах спроса свидетельствует, например, такой факт. В настоящее время среднегодовое потребление нефти в США на душу населения составляет 30 баррелей, тогда как в Китае - всего 1 баррель. По мере роста благосостояния потребление нефти в Китае и развивающихся странах будет расти, особенно если учесть численность проживающего там населения [17].

Как известно, существующий в экономике России сырьевой перекос весьма значителен. Это находит свое отражение и во всех других показателях, в частности в доле экспортной выручки и во внешних займах, которые обмениваются на рубли. Как справедливо указывает М. Ершов, «вся остальная экономика начинает все больше и больше ориентироваться на обслуживание вот этого рублевого источника предложения и спроса. В итоге вся наша экономика становится все более ориентированной на ТЭК» [18. С. 32-33].

Взаимоотношения фондового рынка и предприятий военно-промышленного комплекса не получили пока еще заметного развития в силу особенностей этой отрасли. Можно указать лишь на единичные случаи. Однако очевидно, что политика уклонения оборонных компаний от магистрального пути не оправдывает себя и рано или поздно от нее придется отказаться. Со временем совладельцами некоторых таких предприятий могут стать иностранные акционеры.

Неординарным событием в финансовой жизни стало первичное публичное размещение акций государственной компании «Роснефть» одновременно в России и в Лондоне. Летом 2006 г. заинтересованные физические лица смогли приобрести эти ценные бумаги напрямую в пяти уполномоченных российских банках, для чего прежде нужно было внести любую сумму, начиная с 15 тыс. руб. В книгу заявок включили 115 тыс. фамилий. И хотя это IPO было названо народным, руководство «Роснефти» не предоставило никаких льгот мелким акционерам. В частности, оно могло бы несколько снизить для них цену акций, в том числе при условии, что акции не будут продаваться ими в течение года. Такой опыт имеется в западных странах, например при приватизации «Дойче Телеком» в 1996 г.

Недооценка социального значения IPO «Роснефтью» - это укор не только самой компании, но и федеральным властям, активно поддерживавшим указанное первичное размещение акций. В первый же день свободной торговли на бирже после эйфории IPO акции «Роснефти» упали в цене, что принесло разочарование большой массе мелких вкладчиков. На переоцененность акций многие эксперты указывали еще до проведения IPO, организатором которого выступил ООО «Морган Стэнли банк».

Тем не менее свою главную задачу «Роснефть» выполнила, а именно погасила свои долги за счет фондового рынка. Еще недавно такая перспектива для многих представлялась туманной. Так, Н. Пусенкова в журнале «Pro et Contra» (№ 2-3, 2006), который издается при материальной поддержке Фонда Макаруров, писала: «...за рубежом предстоящее размещение акций «Роснефти» вызвало много вопросов. Западные аналитики беспокоятся по поводу ее огромной долговой нагрузки (после всех приобретений последних лет задолженность «Роснефти» превышает 11 млрд долл.)».

Значительный вклад в динамику фондового рынка вносят акции «второго эшелона», по которым с 2004 г. рассчитывается индекс РТС-2 (более 60 компаний, например Аэрофлот, КАМАЗ). Приобретение некоторых акций из этого списка обещает принести больше дохода, чем можно получить от «голубых фишек». Эксперты отмечают, что потенциал акций «второго эшелона» далеко не исчерпан, и рекомендуют стратегию инвестирования с горизонтом около 3 лет [9. С. 29]. Причем здесь имеет значение не столько принадлежность к какой-то отрасли, сколько потенциальные возможности конкретного предприятия и качество его менеджмента.

Прогрессивным фактом на фондовом рынке являлось создание в 2006 г. сектора инновационных и растущих компаний (ИРК). Смысл этой инициативы ММВБ состоит в поддержке не крупного предпринимательства, основанного на знаниях и сопряженного с риском. Для выживания в конкурентной среде им требуются некоторые послабления как со стороны государства, так и биржи. По свидетельству зам.

генерального директора ММВБ Г. Марголита, данная биржа облегчила таким компаниям доступ на рынок, либерализовав, в частности, их листинг, но ужесточив при этом требования по раскрытию их информации [19]. Стремясь расширить круг участников, ММВБ в октябре 2006 г. наградила 200-тысячного частного инвестора путевкой на Мальдивы, а миллионному инвестору обещала премию в 1 млн руб.

Особо нужно отметить развитие системы ПИФов. Численность собственников паев этих фондов составляет более 300 тыс. чел. Распространению ПИФов способствует их разнообразие - фонды акций, облигаций, смешанные, индексные, недвижимости и др. От вида фонда зависит и степень риска для держателей паев. Вложения в ПИФы весьма прибыльны. Эти фонды не считаются юридическими лицами и не платят налог на прибыль. Стоит отметить рост привлекательности закрытых ПИФов недвижимости, чему способствует удорожание земли, жилья, нежилых помещений, построек. Свой доход ПИФы получают от приобретения и выгодной реализации земельных участков, домов и квартир, сдачи в аренду собственности, девелоперской деятельности. ПИФы отличаются достаточной надежностью, поскольку они имеют дело с реальными объектами собственности. Им разрешено вкладывать средства также в разработку недр, обустройство водных объектов. В нынешних условиях закрытые паевые фонды представляют собой передний фронт секьюритизации, этого перспективного участка фондового рынка.

Здесь есть, однако, свои подводные камни. Помимо обычных страхов, связанных со стоимостью ценных бумаг, ненадежными могут оказаться как управляющие компании (УК), так и банки, в которых размещаются средства фондов. Причем если пайщики информируются об управляющих компаниях, то относительно банков они могут быть в неведении - УК могут сменить банки по своему усмотрению без одобрения пайщиков. Несмотря на небольшое время существования российских паевых фондов, уже имели место случаи несостоятельности управляющих компаний и банков.

Подобные казусы можно привести и по другим странам. В 2005 г. дочерняя компа-

ния «Дойче банка», крупнейшего немецкого банка, «ДБ-Недвижимость», управляющая паевым инвестиционным фондом «Груидбэзитц-Инвест», временно прекратила операции фонда, что затронуло интересы 300 тыс. пайщиков. Это замораживание денег было неприятной неожиданностью для населения, привыкшего к стабильному положению вещей.

Об американской истории финансовых взлетов и падений можно узнать из книги воспоминаний Д. Рокфеллера «Банкир в двадцатом веке», вышедшей на русском языке в 2003 г.

Из событий последнего времени выделяется банкротство американского энергетического гиганта «Энрон», руководство которого в течение ряда лет фальсифицировало отчетные данные. Акции превратились в пустые бумажки, и тысячи людей потеряли все свои сбережения. В случае с «Энроном» западные эксперты получили, по их мнению, подтверждение такого нежелательного для компании факта, как сочетание в одном лице топ-менеджера и владельца большого пакета акций. При ухудшении ситуации становится затруднительным привлечение финансовых ресурсов со стороны.

Вопрос о страховании паевых взносов обсуждается в российских финансовых кругах, и от его решения во многом зависит динамика этого сектора. Кроме того, такое страхование снизило бы волатильность (изменчивость) на фондовом рынке и стимулировало бы долгосрочные вложения средств. Обращает на себя внимание также то, что российские пайщики должны считаться с большими затратами, чем это имеет место на зарубежных рынках. Так, в 2005 г. издержки паевых фондов в России составляли по акциям 4,14% и по облигациям 1,91% от активов, в то время как в США - соответственно 1,13 и 0,90% [20].

Повышению привлекательности ПИФов способствует расширяющееся сотрудничество с ними Сбербанк России. Здесь имеет место аутсорсинг, т. е. выполнение Сбербанком некоторых функций, передаваемых ему управляющей компанией того или иного паевого фонда, в частности депозитарные, регистраторские, банковские. При этом сам банк не участвует в предпринимательской деятельности ПИФов. Спрос на услуги Сбербанк дос-

таточно высок ввиду его надежности. Интересно, что услугу по продаже паев ПИФов Сбербанк не предлагает ввиду конкурентной нецелесообразности. Директор Депозитария Юрий Дубин признает, что «банку выгоднее предложить клиенту положить деньги на депозит, чем купить пай фонда» [21].

Во многом аналогичны ПИФам общие фонды банковского управления (ОФБУ). Как отмечают эксперты, они менее затратны для инвесторов, поскольку действуют в отстроенной системе банка, и менее рискованны по той причине, что деньги ОФБУ хранятся на спецсчетах Центробанка и при возникновении трудностей у банков они не могут быть ими использованы. ПИФы же держат средства в коммерческих банках. Эти преимущества становятся постепенно достоянием публики, и число приверженцев ОФБУ растет.

Часть инвесторов вкладывает свои средства в золото и другие драгметаллы, открывая в банках обезличенные металлические счета. Их цены привязаны к мировому рынку. Преимущество таких счетов состоит в том, что при покупке не взимается 18%-й НДС. Правда, если клиент захочет приобрести золото в физической форме, то налог ему придется заплатить. В 2006 г. депутаты Госдумы представили для рассмотрения законопроект, в котором предлагается отменить НДС на продажу золотых слитков, золотых монет и золотых ювелирных украшений. По их предложениям, это оживит рынок драгметаллов, увеличит оборот металла и прибыль производителей. Данная мера рассматривается также как средство сохранения сбережений частных лиц в условиях инфляции. Против этого предложения выступил Минфин из-за опасения, что размер прибыли не покроет утрату НДС.

Если оценивать явление в целом, т. е. участие российского населения в фондовом рынке, то, расходясь в выводах с некоторыми экспертами, следует признать, что «процесс пошел», причем, по российским меркам, в достаточно больших масштабах. Согласно исследованию, организованному в 2006 г. фондом «Общественное мнение», термин «фондовая биржа» знают более половины (56%) опрошенных. Многие из них становятся участниками фондового рынка. Около

трети граждан не имеют ничего против приобретения акций.

Нужно учитывать, что приобрести ценную бумагу для рядового гражданина представляется более сложным делом, чем открыть счет в банке. Это определяется рядом причин, таких как менее понятная «материя», слабая информированность, сложности с доступностью площадок (территориальная удаленность, пропускная система), декларируемая незащищенность на рынке акций, бездокументарность бумаг. Например, в Регламенте брокерского обслуживания на рынке ценных бумаг (заявление о присоединении к Регламенту служит обязательной процедурой для клиента) без обиняков говорится о том, с чем должен считаться акционер: «положение на финансовом рынке может изменяться очень быстро, в связи с чем существует риск резкого уменьшения рыночной стоимости инвестиционного портфеля клиента и потери всех или части денежных средств, инвестированных в ценные бумаги и/или контракты». В заключительном предложении клиент безжалостно осведомляется о том, что «настоящее предупреждение не раскрывает всех рисков, связанных с проведением операций на рынке ценных бумаг».

Существует финансовый афоризм, сформулированный известным западным биржевиком Андре Костолани: «Кто хочет спать спокойно, покупает облигации, кто хочет хорошо кушать, предпочитает акции». Справедливость этого изречения проверили на себе в разное время многие клиенты фондового рынка.

Заслуживает распространения опыт правительства Москвы по размещению непосредственно среди населения облигаций столицы. Продажа и гарантированный выкуп этих государственных ценных бумаг осуществляется Комитетом государственных заимствований Москвы на основе ежедневных биржевых цен. Ставка купонного дохода составляет 7-10% годовых от номинальной стоимости облигаций, а доходность к погашению на поздних этапах приобретения подорожавших облигаций - 5-6%.

Получают распространение фонды прямых инвестиций, когда достаточно крупная компания покупает долю другой фирмы, совершенствует производство и управление и

таким образом повышает ее капитализацию, после чего пролает свою долю с большой прибылью. Препятствиями на этом пути являются неширокий выбор проектов, непрозрачность фирм, взаимное недоверие и др.

Несмотря на все эти «козни» фондового рынка, домашние хозяйства в поисках рентабельного приложения своих денег практикуют, наряду с традиционными сбережениями в банках, в растущем объеме также собственные долгосрочные инвестиции в ценные бумаги и тем самым действуют как во благо своих интересов, так и экономики в целом. Расширяется социальная база фондового рынка, что не может не учитывать правительственная политика.

Большой вклад в развитие «народного капитализма» могла бы внести предназначенная для рядовых граждан сеть фондовых магазинов, предложение о которых было в свое время высказано Минэкономразвития. Пока же на этом пути не сделано ничего. Как бы то ни было, хотя прогнозы в отношении индексов фондового рынка часто не оправдываются, можно ожидать дальнейшего роста числа как институциональных (пенсионных фондов, страховых компаний и др.), так и индивидуальных инвесторов.

Задачи и перспективы

Международная конкурентоспособность национального хозяйства имеет много факторов, в том числе и такой, как состояние фондового рынка. Задачу повышения его эффективности не могут решить только частный бизнес и союзы предпринимателей. Большая доля ответственности лежит на всех ветвях власти. В длинном списке неперемных условий значатся такие, как завершение к 2010 г. перехода предприятий на международные стандарты финансовой отчетности МСФО (некоторые компании, например страховая «РОСНО», уже применяет эти стандарты), принятие новых законодательных актов, проведение рациональной экономической политики, поддержание политической стабильности (имеются в виду президентские выборы в 2008 г.) и др. Общеизвестной является задача создания центрального клиринга и центрального депозитария, что повысило бы надежность хра-

нения денег в форме ценных бумаг, основная часть которых является бездокументарными. Одновременно должны быть повышены гарантии сохранности сведений и предотвращения их разглашения и утечки. Национальная ассоциация участников фондового рынка (НЛУФОР) ставит вопрос о создании компенсационных фондов на случай потерь граждан, аналогично страхованию банковских депозитов [12].

Не решен вопрос о том, кем и как должен регулироваться российский фондовый рынок, а именно, останется ли ФСФР при своих нынешних полномочиях, явно недостаточных, или она должна подвергнуться реорганизации и стать так называемым мегарегулятором, своего рода аналогом Центробанка на фондовом рынке. В Стратегии развития финансового рынка указывается, что Федеральной службе по финансовым рынкам должен быть придан статус коллегиального органа, а его члены будут иметь статус государственных служащих и работать на постоянной основе.

Нет однозначности в отношении того факта, что растет доля принадлежащих государству акционерных предприятий в общей рыночной капитализации. Некоторые эксперты предупреждают о рисках деградации российского фондового рынка вследствие огосударствления крупнейших эмитентов [22].

Определенным препятствием на пути открытого акционирования компаний служит рейдерство, т. е. поглощение с использованием незаконных схем, взяток, обмана. Добросовестные владельцы предприятий, учитывая возможные злоупотребления со стороны рейдеров и подставных лиц, опасаются распространять акции и тем самым вынужденно ограничивают масштабы привлечения инвестиций. Несмотря на широкий размах явления, наша юридическая практика не выработала еще должного противодействия произвольным захватам предприятий. Судебные тяжбы тянутся по несколько лет, и даже если выносится справедливый вердикт, предприятия к тому времени фиксируют большие материальные потери. Жертвами становятся как крупные, так небольшие фирмы на всем российском пространстве, в том числе и в продвинутых с точки зрения управления

регионах. Допущенные в свое время неизбежные недочеты в приватизации, неодноразно изменившиеся с тех пор законы и подзаконные акты служат благодатной почвой для процветания рейдерства. Эксперты ожидают, что со временем рейдерский бум спадет в России и переместится в страны СНГ, где для него также существуют предпосылки в виде отнюдь не бесспорных схем разгосударствления имущества.

От рейдерства нужно отличать недружественное поглощение, его называют также враждебным. Оно происходит в соответствии с законодательными нормами в форме скупки акций у миноритарных владельцев по завышенной цене. Получив контрольный пакет, компания-поглотитель берет управление в свои руки и меняет в поглощенной фирме руководящие кадры.

Скупка собственных акций - явление обычное на фондовом рынке. В каждом конкретном случае оно имеет свои причины, как-то: антирейдерская направленность, предотвращение недружественного поглощения, более выгодное размещение образовавшихся свободных средств по сравнению с другими сферами приложения капитала.

Ждет своего решения вопрос об упрощении правил выхода компаний на фондовый рынок и об отмене некоторых ограничений для нерезидентов. Так, деловые круги с одобрением восприняли осуществленную в 2005 г. либерализацию рынка акций «Газпрома» для иностранцев, что послужило важным фактором роста капитализации концерна. Правительство намерено снять ограничения для иностранцев в приобретении акций и других компаний. Рассматривается также следующее возможное послабление для иностранных банков: при покупке пакета до 10% нерезидент не обязан запрашивать разрешение Центробанка, здесь должен действовать уведомительный порядок (сегодня необходимо разрешение при любой подобной сделке) [23].

На повестке дня отечественного фондового рынка вот уже несколько лет присутствует тема введения российских депозитарных расписок (РДР), т. е. ценных бумаг, представляющих иностранные акции. Обращение на рынке депозитарных расписок способствует в общем плане интеграции в мировое фи-

нансовое сообщество, унификации национальных правил и свидетельствует о степени зрелости рыночной экономики. В случае с нашим рынком РДР могут заинтересовать прежде всего компании из стран СНГ, для которых таким образом открываются большие возможности для привлечения российского капитала. РДР могут выступить как предшественники иностранных базовых акций на российском рынке. К настоящему времени иностранные ценные бумаги не торгуются на российском фондовом рынке.

Укрепит систему фондового рынка введение в перспективе пруденциального надзора, предполагающего соблюдение нормативов в деятельности брокеров, управляющих компаний и других участников рынка и принятие необходимых мер в случае отклонения от них. В качестве аналога можно привести свод правил Центробанка. Население участвует в фондовом рынке, как правило, через посредников, являющихся крупными компаниями и подверженных традиционным рискам. Затягивание с вопросом о надежности, например, брокеров на фоне обширного международного опыта в области пруденциального надзора представляется явным упущением властей. Несостоятельность брокера на фондовой бирже, случись она в современных условиях, нанесла бы существенный удар по хрупкому доверию населения к ценным бумагам.

К числу злободневных тем относится борьба с утечкой инсайдерской информации. Ст. 33 Федерального закона о рынке ценных бумаг гласит, что лица, располагающие служебной информацией, не имеют права использовать эту информацию для заключения сделок, а также передавать служебную информацию для совершения сделок третьим лицам. В противном случае виновные несут ответственность, однако это общее положение не нашло еще конкретного отражения в нашем законодательстве. В других странах подобные нарушения караются весьма строго. Например, в 2006 г. был арестован за подобные грехи известный японский топ-менеджер Ёсяки Мураками. Сегодня в российском деловом сообществе обсуждается соответствующий законопроект, принятие которого послужило бы интересам всех участников фондового рынка. В порядке дополнения можно отметить, что существует иная

точка зрения о целесообразности разрешения инсайдерской информации (американский профессор Г. Мэнн). Она сводится к тому, что просачивание слухов лишает неожиданности какие-то события и делает менее резкими изменения на рынке как для «медведей», так и для «быков».

Не остается без критики и деятельность самой Федеральной службы по финансовым рынкам. Так, главный редактор еженедельника «Финанс» (№ 30, 2006) Олег Анисимов пишет: «Не секрет, что при регистрации эмиссий в ФСФР эмитенты и организаторы выпусков пользуются услугами посредников, которые «упрощают» прохождение бумаг через ФСФР. Оформляется это все, разумеется, не как взятки чиновникам, а как консультации или юридические услуги». Интересно, что руководители этой Службы, часто выступающие в СМИ с разъяснениями по разным непростым вопросам фондового рынка, оставили по какой-то причине без внимания процитированное выше заявление.

Заслуживает быть отмеченной следующая инициатива экономического еженедельника «Деньги». В сентябре 2006 г. (№ 36) он объявил, что приступает к регулярной публикации данных об операциях с акциями российских компаний, осуществляемых инсайдерами, т. е. топменеджерами, продающими или покупающими акции своих компаний. Как представляется, такие сведения станут предметом пристального внимания заинтересованных лиц.

Требует упорядоченности система выплаты дивидендов. Владельцы не только обыкновенных акций, но и привилегированных здесь ни в чем не уверены. Многие компании не рассчитываются с собственниками долей даже при наличии значительной чистой прибыли, объясняя это необходимостью увеличения капиталовложений. Другие фирмы выделяют для расчетов с акционерами небольшую сумму средств, устанавливают невысокий процент, оттягивают время выплаты дивидендов. Ежеквартальный или полугодовой перевод дивидендов - редкое явление в российской практике.

Между тем при годовом расчете величина выплат во многом съедается инфляцией. «В России дивиденды платят намного меньше, чем во всех развитых странах. Бо-

лее того, у нас в стране закрепилась чудовищная практика не платить дивиденды вообще», - отмечает В. Плескачевский, председатель комитета Госдумы по собственности [24]. Дивидендная доходность по привилегированным акциям оценивалась в 2006 г. в 2-3% (в редких случаях 6%), а по обыкновенным акциям около 0,8%, свыше 2% - большая удача [25]. Дивидендная ставка проигрывает в привлекательности по сравнению с премиальными по банковским депозитам, и акционерам остается лишь надеяться на положительную курсовую разницу стоимости своих ценных бумаг. Известны случаи похищения акций, например, по поддельным доверенностям на продажу ценных бумаг, вследствие чего пострадавшие акционеры вынуждены обращаться в суд, что требует немалых затрат.

Несмотря на это в нашем законодательстве не разработана профилактическая процедура по предотвращению таких случаев. Как считает Т. Медведева, старший советник по правовым вопросам Центра развития фондового рынка: «... сейчас украсть акции гораздо легче, чем деньги в банке, при том что их ценность вполне сопоставима. В банке существуют более жесткие правила работы с клиентами, и он отвечает за то, что у него украли деньги» [26]. Стоит добавить также, что получение доходов от дивидендов по акциям не дает права на налоговые вычеты, например, при приобретении недвижимости, поскольку налог с дивидендов взимается в размере льготных 9%, а не обычных 13%.

Если брать проблему российского фондового рынка в более широком плане, то здесь имеет место тройное отставание.

Во-первых, от международной фондовой инфраструктуры, что не требует особого объяснения. Правда, как считают некоторые эксперты (Н. Егоров, А. Мейерс), в каких-то аспектах наша инфраструктура даже более развитая, чем на некоторых международных рынках, например все акции в России находятся в дематериализованной, бездокументарной форме [27].

Во-вторых, от потребностей отечественного народного хозяйства, которому не хватает доступных средств для долгосрочных инвестиций.

В-третьих, по научному осмыслению взаимосвязи фондового рынка и общеэкономических макропоказателей. Например, как и насколько фондовый рынок может обеспечить через увеличение инвестиций ускорение экономического роста? В какой мере развитие фондового рынка препятствует разгону инфляции, отвлекая на его первичный и вторичный секторы значительные денежные средства? Каково оптимальное соотношение капитализации фондового рынка и ВВП и существует ли оно? Международные сопоставления показывают большой разброс по этому показателю. Например, в 2004 г. в США отношение стоимости ценных бумаг к ВВП равнялось 328%, Японии - 268, Германии - 207% [28]. Некоторые эксперты считают некорректным сравнивать показатели капитализации российской экономики с аналогичными данными других стран, поскольку их ВВП гораздо больше российского [18. С. 21, 66]. Это объяснение вряд ли может быть единственным хотя бы уже потому, что маленький ВВП обладает меньшими возможностями капитализации.

Стоит отметить, что в 2006 г. МВФ ввел в обращение новый финансовый показатель, показывающий долю сделок между независимыми компаниями в их общем обороте и соответственно долю сделок, заключенных связанными друг с другом фирмами. Считается, что чем выше доля первых, тем лучше условия для экономического прогресса, тем меньше «кумовства» в экономике. Лидирующие позиции занимают здесь США [28].

Какова оптимальная структура финансирования предприятий с помощью таких источников фондового рынка, как облигации и акции? Международный опыт показывает явное преобладание первых над вторыми. Как фондовый рынок, являющийся отражением народнохозяйственной структуры, может быть использован для прогрессивных сдвигов в этой структуре, в частности для уменьшения перекоса в сторону сырьевых отраслей и увеличения наукоемких подразделений? Здесь, однако, нужно учитывать реальные ограничители в перестройке структуры. Забегание вперед не даст нужных результатов. Уместно напомнить о недавнем просчете на Западе в отношении реальных размеров «новой экономики», следствием чего явилось падение индекса НАСДАК

осенью 2002 г. более чем на 70% по сравнению с весной 2000 г.

Существуют специализированные издания, такие как «Рынок ценных бумаг», «Финанс», «Деньги», «Эксперт» и др., которые освещают те или иные конкретные вопросы фондового рынка, публикуют рейтинги, дают прогнозы. Однако как там, так и в «толстых» научных журналах редко встречаются исследовательские статьи с рекомендациями для практической политики.

Несмотря на то, что акционерные общества давно уже утвердились в экономической жизни Запада, вокруг них не прекращаются оживленные дискуссии.

С одной стороны, отмечается, что акционерная форма организации производства весьма удобна для привлечения инвестиционных средств, что акция приносит новую культуру в предприятие и что вопрос собственности решается здесь самым простым и естественным образом [29]. Вхождение в права собственности, перераспределение ее и освобождение от нее не таят в себе трудностей и противоречий. По аналогии с известной формулой эти процессы можно охарактеризовать как «деньги - собственность - деньги». Численность акционеров в странах охватывает многие миллионы граждан, которые кровно заинтересованы по финансовым соображениям в социальном спокойствии.

С другой стороны, экономическая рациональность акционирования неразрывно связана с раздроблением капитала и с отчуждением прав собственников в пользу управляющих. Это - одна из самых злободневных тем в общественной жизни. Как считает английский журнал «Экономист», складывается впечатление, что менеджеры больше заботятся о себе, чем о собственниках [30]. Наиболее наглядным свидетельством этого, по его мнению, являются их растущие денежные вознаграждения, выписываемые самим себе, которые часто находятся в слабой связи или вообще без таковой с реальными достижениями компании. К этому же ряду относятся непрозрачная бухгалтерия и прямые злоупотребления, совершаемые высшими должностными лицами.

В части собственного вознаграждения за труд российский менеджмент вряд ли отста-

от западного. Он высоко ценит себя. Здесь имеются в виду не только размеры окладов, но и другие выплаты и блага. Взять хотя бы опционные программы для так называемой мотивации высшего персонала, иными словами, предоставление акций в собственность на льготных условиях. Например, в опционной программе РАО «ЕЭС» «члены правления платили 5% от стоимости акций на тот момент» [31].

Проблема взаимоотношений акционеров и менеджеров в силу своей природы не может быть решена законодательным путем к удовлетворению обеих сторон. Гражданское равноправие акционеров (одна акция - один голос) сочетается с имущественным неравенством среди них, а потому голоса миноритариев, как бы много их ни было, сплошь и рядом игнорируются при принятии решений правлением компании, что дает тому же «Экономисту» основание писать о мифе акционерной демократии. Недовольство мелких акционеров признается, однако дело ограничивается принятием разрозненных юридических актов, которые не затрагивают саму основу акционерной системы.

Со временем в российском обществе вопросы «бесправия» акционеров также будут обсуждаться более активно, хотя это и не повлечет за собой каких-нибудь кардинальных последствий. Пока же общество находится на этапе первоначального приобретения акций, паев, облигаций и втягивания в этот процесс новых слоев населения, имевших еще недавно о ценных бумагах весьма смутное представление.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Рынок ценных бумаг*. 2005. № 22. С. 69.
2. *Der Spiegel*. 2006. № 39.
3. *Ведомости*. 2006. 31 июля.
4. *Финанс*. 2006. № 8. С. 28.
5. *Биржевое обозрение*. 2006. № 8. С. 17.
6. *Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2006-2008 гг.)*. С. 76.
7. *РБК*. 2006. № 8.
8. *The Economist* 2005. December 24th. P. 105.
9. *Рынок ценных бумаг*. 2006. № 8.
10. *Российская экономика на новых путях*. 2005. № 18.
11. *The Economist*. 2006. April 22th.
12. *РГ*. 2006. 28 февр.
13. *WirtschaftsWoche*. 2006. № 9.
14. *WirtschaftsWoche*. 2006. № 40.
15. *Рынок ценных бумаг*. 2006. № 2. С. 18.
16. *Деньги*. 2005. № 3.
17. *Die Zeit*. 20. 05 2006. S. 43.
18. *Фондовый рынок России*/ Институт Европы РАН. М., 2006.
19. *Прямые инвестиции*. 2006. № 9.
20. *Рынок ценных бумаг*. 2006. № 14. С. 50.
21. *Прямые инвестиции*. 2006. № 10. С. 80.
22. *Вопросы экономики*. 2006. № 3. С. 84.
23. *РБК*. 2006. № 4. С. 6.
24. *Коммерсантъ*. 2006. 6 окт.
25. *Деньги*. 2006. № 15. С. 46.
26. *Коммерсантъ*. 2006. 18 мая. С. 20.
27. *Депозитариум*. 2006. № 7. С. 13, 17.
28. *The New York Times*. Известия: Дайджест мировых СМИ. 2006. 25 сент.
29. *Die Zeit*. 2006. № 15. S. 37.
30. *The Economist*. 2006. March 11th. P. 10.
31. *Деньги*. 2006. № 34. С. 84.
32. *Банковское дело*. 2006. № 9.

