

НК Клуб

Никитский

Цикл публичных дискуссий

«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 42

**«Фондовый рынок
России: от истории
к современности»**

Круглый стол
«Фондовый рынок России: от истории
к современности»

31 марта 2009 года

Участники обсуждения:

Аганбегян Рубен Абелович,
генеральный директор ООО «Ренессанс-Капитал — Финансовый капитал»

Бородкин Леонид Иосифович,
руководитель Центра экономической истории МГУ

Вьюгин Олег Вячеславович,
председатель Совета директоров «МДМ-Банка»; председатель экономической секции Никитского клуба

Гавриленко Анатолий Григорьевич,
председатель Совета директоров «Алор-Инвест»

Данилов Юрий Алексеевич,
директор фонда «Центр развития фондового рынка»

Капица Сергей Петрович,
президент Никитского клуба

Кашеев Николай Игоревич,
главный экономист МДМ-Банка

Костиков Игорь Владимирович,
научный руководитель Института фондового рынка и управления;
председатель ФКЦБ в 2000–2004 гг.

Миловидов Владимир Дмитриевич,
руководитель ФСФР

Милюков Юрий Александрович,
партнёр ЗАО РОЭЛ Групп; председатель Совета директоров
Управляющей компании № 1; президент Московской товарной биржи
в 1993–1997 гг.

Петров Юрий Александрович,
заведующий сектором истории Центрального банка РФ

Полтерович Виктор Меерович,

заведующий лабораторией математической экономики ЦЭМИ;
первый вице-ректор Российской экономической школы New Economic
School, академик РАН

Тулин Дмитрий Владиславович,

партнер ЗАО «Делойт и Туш СНГ»; заместитель председателя ЦБ РФ
в 2004–2006 гг.

Круглый стол вел: **О. В. Вьюгин.**

С. П. Капица

Дорогие члены Никитского клуба, дорогие гости нашего клуба! Юбилейная тема, касающаяся российского финансового рынка, которой сегодня мы посвящаем наше заседание, напомнила мне о том, что Никитский клуб существует в стенах Московской межбанковской валютной биржи почти десять лет. Мы провели более 60 заседаний, издали 40 выпусков, документирующих всё, что было сказано и сделано нами в течение этого времени. Темы наших заседаний разные, но их объединяет актуальность для России — России в глобальном мире. Благо, поводов для этого достаточно.

Работая, как я уже говорил, в стенах ММВБ, мы не можем не ощущать себя приобщёнными к сфере деятельности этого финансового института и не относиться к этой деятельности с большим вниманием, нежели просто как собрание любознательных учёных. Поэтому я очень рад поводу нашей встречи, благодаря которому у нас сегодня столь представительная и заинтересованная аудитория.

Тема нашего заседания формально называется «Финансовый рынок России: от истории к современности». Об истории можно говорить много. Насколько я знаю, первая историческая попытка создать биржу была предпринята Петром, но это не получило развития. Развитие это получило в России в начале XIX века с распространением европейского стиля капитализма, с зачатками глобализации финансовых рынков сначала в масштабе Европы, а затем уже и во всём мире. Сейчас, после 80-летнего тайм-аута, наша финансовая система снова оказалась интегрированной в мировую.

Сегодня, я думаю, интерес к этим событиям не столько календарный и юбилейный, сколько, может быть, связан с желанием в очередной раз осмыслить крупнейший по масштабам мировой кризис, рассматривая его в историческом ракурсе.

Мне кажется, что текущий финансовый кризис связан не только с техническими, я бы сказал, внутренними динамическими свойствами финансового рынка, о которых нам лучше расскажут специалисты, сколько с переломным моментом, переживаемым сейчас человечеством в целом. Эта тема была в центре внимания нашего клуба с самого начала как реакция на сигнал, поданный Римским клубом, первым обратившимся к глобальной тематике. Я был участником деятельности этого клуба почти с первых дней его существования.

С моей точки зрения, человечество сейчас переживает глубочайший



Фото В. Федорова

С. П. Капица

кризис, связанный с тем, что на протяжении последних 50 лет резко изменился характер развития роста численности населения. Первая мировая война, Вторая мировая война — также несомненный результат этого перелома в развитии человечества. Кстати, лучший анализ этой проблемы дал Кейнс — будучи молодым экономистом, он очень чётко писал об этом. Сейчас мы снова обращаемся к его идеям, в том числе по поводу мировой экономики, но это расскажут те, кто лучше меня об этом знает. Я могу только сказать, что резкое изменение режима развития человечества от взрывного, безудержного развития к резкому перелому отразилось на всех сторонах жизни человечества, включая низкую рождаемость.

О финансовом кризисе нам сейчас расскажут, но я скажу, что главный кризис человечества заключается в том, что становится всё меньше

и меньше детей. Для поддержания роста человечества на каждую женщину не хватает по ребёнку. И это находит отражение в самых развитых, казалось бы, благоустроенных и надёжных странах, к которым, кстати, относится и Россия. У нас также в среднем не хватает по ребёнку на семью.

С моей точки зрения, финансовый кризис связан с глубокими изменениями в режиме человечества, когда человечество отказывается от количественного роста по всем параметрам, в том числе и по населению. Это отражается на очень многих сторонах жизни, на ценностях, которыми руководствуются люди, на их представлении об окружающем мире.

После таких общих слов я передаю ведение нашего собрания Олегу Вячеславовичу Вьюгину, который недавно стал членом нашего клуба и возглавил, скажу так, экономическую его фракцию.

Прошу Вас, Олег Вячеславович, командовать парадом дальше.

О. В. Вьюгин

Спасибо, Сергей Петрович. Добрый вечер, коллеги!

Сегодня, как сказал Сергей Петрович, Никитский клуб проводит совместное заседание с Московской межбанковской валютной биржей, и по понятным причинам. Заседание посвящено истории финансового рынка России: 200 лет истории, как написано в программе. Правда, в этой истории был очень большой перерыв, закончившийся не так давно. Конечно, наиболее интересные события произошли в наше время, т.е. после 1990-х годов. Я думаю, мы в основном об этом и будем говорить. Чтобы начать этот разговор, мы попросили сделать короткий исторический обзор Юрия Александровича Петрова, заведующего сектором истории Центрального банка России. Но прежде я хочу воспользоваться тем, что Сергей Петрович дал мне право вести заседание, и сказать буквально несколько слов.

Новейшая история, наверное, самая интересная по числу реальных событий. Однако российский фондовый рынок не состоялся в полной мере, и я считаю, по одной глубинной причине. У нас нет правовой культуры — как исполнения обязательств, так и защиты прав тех, кто имеет определенные права. В этом заключается глубинная причина, почему на российском фондовом рынке нам не удалось создать настоящих крупных институциональных инвесторов, почему в результате мы искали инвесторов в других местах и получили ситуацию, когда вся инфраструктура стала выстраиваться под чужих инвесторов. С моей точки зрения, правовая культура — основа для любого фондового рынка, на котором



О.В. Выюгин

работают серьёзные инвесторы и привлекаются реальные деньги для развития экономики. Может быть, такая мысль послужит основой для последующей дискуссии.

А сейчас я даю слово Юрию Александровичу Петрову.

Ю.А. Петров

Уважаемые коллеги, прежде всего спасибо за приглашение. Для меня большая честь выступить на заседании Никитского клуба.

Понятно, почему в период острого финансового кризиса вспомнили об историках. Человеку свойственно в периоды ухудшений оглядываться назад и думать, что, может быть, были более трудные периоды, — сравнить и прийти к выводу, что всё не так уж и плохо. В данном случае исто-

рия, исторический материал, как я заметил по последним журнальным публикациям, используется, я бы сказал, в терапевтических целях, чтобы показать, что современный кризис не самый острый, не самый обширный из тех, которые пережила Россия за последние 100 или 200 лет. В этом смысле история выступает в роли царя Соломона с его известным утешительным изречением: «И это всё пройдет».

Однако я построю своё выступление несколько в ином ключе. Я не буду приводить фактов, какими были кризисы в России. Кризисы действительно были серьёзнее и глубже, чем сейчас, тем более что они переходили из финансовой сферы в сферу реальной экономики и там совершали своё опустошающее действие. Но лимитированный по времени формат выступления едва ли позволит осветить всю историю фондового рынка России.

Собственно, основные вехи обозначены в программе нашего заседания. Действительно, в 1769 году был осуществлён первый заём, который сделала Екатерина II на Западе, поскольку нужны были деньги для русско-турецкой войны. Одновременно она ввела, как вы знаете, бумажные деньги, ассигнации, с той же целью наполнить казну необходимыми средствами.

Год 1809-й — первый внутренний заём. До этого Россия занимала только на Западе, в основном у голландцев. В 1809 году была предпринята попытка с помощью государственного займа справиться с инфляционной волной, вызванной обесцениванием бумажных денег, ассигнаций. Заём был осуществлён в русле общего плана М. М. Сперанского¹, великого русского финансиста и государственного деятеля, но, надо сказать, это осталось единичным явлением. В последующем, в период второй половины царствования Александра I, после войны 1812 года, и царствования Николая I фондовый рынок, собственно, не получил развития, он пребывал в зачаточном состоянии, поскольку основными операциями оставались займы на Западе для нужд государства.

Тенденции развития фондового рынка в России определились только в 1850-х годах, после Крымской войны, в царствование Александра II, поскольку Россия вступила на путь индустриализации по западному

¹ Сперанский Михаил Михайлович (1772–1839) — государственный деятель. С 1808 г. ближайший советник Александра I, автор плана либеральных преобразований, инициатор создания Государственного совета (1810). В 1819–1821 гг. — генерал-губернатор Сибири. С 1826 г. при Николае I руководил работой по кодификации Основных Государственных законов Российской империи (1832), а также подготовкой «Полного собрания законов» и «Свода законов».



Фото В. Федорова

Ю.А. Петров

образцу. Это было связано, прежде всего, с тем, что появились акционерные компании, стали развиваться банки, биржи. В результате за полвека до Первой мировой войны Россия осуществила очень впечатляющий рывок — по всем направлениям.

Я не буду в этой аудитории повторять, что Россия вышла на довольно заметные рубежи индустриального развития, однако приведу важный показатель: перед Первой мировой войной доля России в мировом промышленном производстве составляла 5,5%. Учитывая, что за 30 лет до того доля была равна 3%, рост существенный. Наши коллеги экономисты, в том числе зарубежные, американские, признают, что экономический рост пореформенной России был по своей модели и динамике идентичен росту современных индустриальных держав Запада.

У России были, конечно, свои особенности, на которых я остановлюсь подробнее, но в принципе страна вышла на траекторию здорового современного экономического роста. К началу Первой мировой войны успехи были вполне очевидные, в том числе получил развитие фондовый рынок.

Русские бумаги получили широкое распространение на Западе. Они котировались практически на всех мировых биржах, прежде всего на Парижской, Брюссельской, Лондонской, Берлинской. Русские бумаги охотно покупали на Западе, потому что они приносили хороший доход. Если на Западе в то время доход в основном составлял 3%, то по русским государственным фондам платили 4–5%. Это было хорошее вложение денег для западных держателей — недаром известно изречение Отто фон Бисмарка², что русские железные дороги построены на деньги немецких кухарок.

Русские облигации железных дорог с государственной гарантией действительно стали в Германии любимой бумагой мелких рантье, и не только в Германии. Благодаря вливаниям западных капиталов, Россия сумела в короткий срок построить впечатляющую сеть железных дорог — вторую по протяженности в мире после США. А что такое железные дороги для России, излишне пояснять. Из аморфной империи, какой была Россия в середине XIX века, когда от одного края империи до другого нужно было добираться полгода, сеть железных дорог превратила страну в единое экономическое пространство.

Экономические успехи царской России очевидны. Она отнюдь не была отсталой «полуколонией», как её изображала советская пропаганда со времён «Краткого курса ВКП (б)». Но в последнее время наметилась, особенно в публицистике, тенденция идеализировать императорскую Россию как страну чуть ли не всеобщего благоденствия («Россия, которую мы потеряли»). Однако развитие страны отнюдь не было свободно от внутренних конфликтов, диспропорций и кризисов, в том числе и на фондовом рынке.

Я хотел бы остановиться на структуре внешней задолженности России, какой она была к началу Первой мировой войны. Дело в том, что когда говорят о долгах России, о царских долгах, стало штампом вспоминать

² Отто Эдуард Леопольд фон Бисмарк-Шёнхаузен (Otto Eduard Leopold von Bismarck-Schönhausen; 1815–1898) — германский государственный деятель, первый канцлер Германской империи (второго рейха).

только долги империи немецким кухаркам или французским рантье, но часто забывается, что внутренний долг империи, т. е. долг государства своим гражданам, был не менее, а то и более значительный. К 1914 году внутри страны было размещено около 55% государственного долга России и 45% — за рубежом, хотя еще за 15–20 лет до этого пропорция была обратной. Это говорит о том, что в России появился слой держателей ценных бумаг, заинтересованных в приобретении государственных фондов и тем самым поддерживавших очень важную для России систему государственного кредита, т. е. сектор государственных обязательств фондового рынка.

Сектор этот при всей его значимости для финансовой стабильности империи был явно гипертрофирован по сравнению с сегментом бумаг частных компаний. В процентном отношении — извините, без цифр тут не обойтись — вложения в государственные обязательства, т. е. в облигации государственных займов, превышали инвестиции в акции частных компаний примерно в 6 раз. Соотношение было такое: 1,5 млрд. рублей — в частных инвестициях и 9,5 млрд. рублей — в государственных бумагах.

Это соотношение было достаточно неблагоприятно для России, потому что государственный долг — это, прежде всего, бремя для бюджета. Россия должна была платить проценты по своим государственным обязательствам — примерно 15–20% доходной части годового бюджета. Хотя и другие страны, западные в том числе, много брали в долг и расплачивались примерно в тех же пропорциях, но в России платежи по займам, конечно, весьма ослабляли бюджет. За 20 предвоенных лет по государственной задолженности было выплачено примерно 5 млрд. рублей, хотя за эти годы всё положительное сальдо торгового баланса составляло около 4 млрд.

Понятно, конечно, что эта пропорция для страны была неблагоприятна. Царское правительство в лице его наиболее даровитых деятелей, например Сергея Юльевича Витте³, пыталось снизить это долговое бремя за счёт более интенсивного притока в страну частных инвестиций, прежде всего западных. Собственно, вся денежная реформа, золотой стандарт, который ввел Витте в России, — об этом иногда забывают, — всё

³ Витте Сергей Юльевич (1849–1915) — российский государственный деятель; с 1889 г. — директор департамента железных дорог Министерства финансов; август 1892–1903 гг. — министр финансов; с августа 1903 г. — председатель Комитета министров.

это было сделано с определенной целью. Как говорил сам Витте, нужен золотой мост, по которому в страну начнут притекать внешние инвестиции. При слабом бумажном, плавающем рубле это было невозможно. При твердой золотой валюте — да, путь для инвестиций открывался гораздо более привлекательный. И Витте добился своей цели.

По темпам прироста внешние инвестиции на рубеже XIX–XX веков уже превышали динамику государственного долга. Это был очень важный структурный элемент в общей экономической системе Витте, поскольку его замыслы носили, я бы сказал, геополитический, имперский характер. Система Витте сводилась к достаточно простой комбинации: он предполагал брать деньги на Западе, на эти деньги оживить и ускорить развитие промышленности внутри страны, и продукты этой промышленности вывозить на восток, прежде всего в сопредельные с Россией страны, например Иран или Китай. Полученной выручкой за эти изделия — речь шла в первую очередь о мануфактуре — предполагалось расплачиваться с западными кредиторами.

Такой была идея Витте. Она не вполне реализовалась, поскольку в связи с русско-японской войной Россия потеряла выход на дальневосточные рынки. Однако в основе своей план был абсолютно верен, и потому можно сказать, что в целом система Витте была вполне плодотворна и перспективна для своего времени. Привлекая западные деньги уже не в форме займов, а в виде инвестиций, Витте действительно сделал большое дело для России: в страну хлынул поток западного капитала.

Мы иногда забываем, что практически весь Донбасс, первый угольно-металлургический район страны, был создан на деньги бельгийских и французских инвесторов. Равным образом в Баку в области нефтедобычи и нефтепереработки сильные позиции были у французов и англичан. И в целом это была совершенно естественная стратегия в те времена, — как, очевидно, и сегодня, — привлечь западные инвестиции, чтобы ускорить собственный экономический рост. Компании, которые начинали действовать в России, выпускали свои акции и способствовали быстрому росту фондового рынка. Речь в первую очередь идет о компаниях, которые действовали в России, как тогда говорили, «на русском уставе», т. е. подчинялись российским законам. Были также компании, действовавшие «на заграничном уставе», т. е. западные дочерние компании, которым выдавался определенный капитал для операций в России. Они имели только лицензию от русского правительства на деятельность в стране, но своих акций на российский фондовый рынок не выпускали.

Надо сказать и о такой особенности российского фондового рынка позднеимперского периода, как закрытость от иностранных бумаг. По официальному распоряжению Министерства финансов на российских биржах не могли котироваться иностранные бумаги. Сделано это было с очевидной целью: чтобы русские инвестиции не уходили в западные бумаги. Однако, как всегда в таких случаях бывает, ситуация сложилась обоюдоострая, поскольку русские биржи не имели возможности влиять на западные биржи повышением или понижением курсов иностранных бумаг. Российские фондовые биржи в итоге находились в фарватере западных бирж, были зависимы от их политики и курсов и крупной самостоятельной роли не играли. Это я считаю фактом очевидной слабости российской фондовой системы.

В завершение своего краткого выступления хотел бы вернуться к проблеме внутреннего и внешнего долга. Как уже отмечалось, мы помним французские долги, но не учитываем русские долги, а между тем именно период Первой мировой войны, — когда оборвались естественные экономические связи, когда русский фондовый рынок оказался отторгнутым от западного, — стал временем масштабной мобилизации внутренних ресурсов. Россия была интегрирована в европейскую экономическую систему, но война этот процесс оборвала. Именно тогда проявился такой мощный источник помощи государству в войне, как внутренние накопления граждан. За период с августа 1914 года до октября 1917 года в казну в виде займов поступило 32 млрд. рублей от собственного населения и только 7 млрд. — от союзников в виде всякого рода поставок вооружений и пр. помощи, т. е. разница почти в 5 раз в пользу внутренних займов.

Все эти бумаги, в том числе облигации военных займов, сгорели, образно говоря, в пламени революции и гражданской войны, когда советская власть аннулировала все обязательства прежних правительств, а гигантская инфляция начала 1920-х годов превратила в пыль накопления российских граждан. В феврале 1918 года был опубликован специальный декрет об аннулировании гособязательств, так что держатели этих бумаг не только во Франции, Германии, но и в России потеряли свои деньги.

Важно помнить, что именно наш рядовой россиянин был опорой государства на фондовом рынке намного больше, чем французский рантье.

О. В. Вьюгин

Спасибо, Юрий Александрович. В Вашем выступлении прослеживаются интересные параллели с современной ситуацией. Насколько

я понял, Россия, исключая военные годы, активно привлекала для своего развития внешний источник сбережений. Но сначала это были государственные займы, видимо, потому что роль акционерного капитала, выпуска акций была не столь велика. Но этот процесс уже начинал развиваться.

Ю.А. Петров

Уточню: к началу Первой мировой войны более половины (55%) государственной задолженности России было размещено за границей (внешний долг), а иностранные инвестиции в российские акционерные компании составляли около 20% от общего итога. Это, в общем, не мало.

О.В. Вьюгин

Любопытно, что в современной истории 1990–2000 годов на фондовом рынке России были очень похожие процессы. Это первое соображение.

Второе моё соображение состоит в том, что развитие фондового рынка, включая долговой рынок и рынок капиталов в целом, в России фактически прервала война, надолго остановившая развитие этого рынка.

Вопрос: а что сделал с российским фондовым рынком современный кризис? Это что, завершение очередного этапа?

Я хочу предоставить слово Владимиру Дмитриевичу Миловидову, руководителю ФСФР, и попросить его поделиться своим мнением, в том числе и по поводу исторических параллелей.

В.Д. Миловидов

В таком раскладе преемственности я поначалу растерялся. Но Олег Вячеславович знает, наверное, не хуже меня: на российском фондовом рынке растеряться, — значит проиграть, поэтому растерянность можно себе позволить не более нескольких секунд или минут.

Что я хочу сказать? В первую очередь, я считаю, то, что мы сегодня собрались по поводу истории и современности российского фондового рынка, — очень важное событие. Я думаю, это только первый шаг, потому что глубоко убежден, что историей фондового рынка надо заниматься, о ней надо говорить, её нужно популяризировать и сводить дело не только к современным тенденциям или каким-то краткосрочным взглядам на эту историю.



В.Д. Миловидов

Параллели между историей и современностью гораздо мощнее, чем это может показаться на первый взгляд. Олег Вячеславович выделил несколько параллелей. Я тоже для себя их отметил, и увидел, что всякий раз, когда у России возникали экономические и политические трудности, единственным способом преодолеть эти трудности становилось обращение к внутреннему рынку, внутреннему сберегателю, к собственному народу, который, рискуя в определенные, очень сложные периоды времени — и в 1809 году, и накануне 1914 года или 1917 года, — шёл на то, чтобы поддержать экономику, приобретая государственные ценные бумаги.

История очень многогранна. Руководствуясь этим, мы посмотрели на историю российского фондового рынка, и я удивился, сколько инте-

ресных дат — не ради юбилеев, не ради какого-то празднования и звона бокалов, а ради опять же опыта — приходится на этот год.

Мы говорили о первом внешнем займе — это произошло 240 лет назад. После заседания желающие могут получить сувенир — конверт с памятной оригинальной маркой, выпущенной Почтой России. Мы инициировали выпуск этого конверта, посвящённого 200-летию фондового рынка, на котором, как мне кажется, очень знаковая цитата из Указа Александра I: «... капиталы принимать из дворян и купцов, и с подданных наших, иностранных и от всякого состояния людей, кто дать пожелает...». Это первый внутренний заём Российской империи 1809 года в тот самый сложный период времени, когда по всей Европе уже начинали двигаться войска французской армии. И опора на внутренние силы, опора на внутренний капитал, на внутренний рынок — пусть, не с первого выпуска, но с последующих, — конечно, сыграла определённую роль для российского финансового рынка.

Ещё очень важный момент, который я хотел бы отметить. История многогранна — и жизнь многогранна. Сергей Петрович во вступлении к сегодняшнему мероприятию очень правильно, очень тонко, как мне показалось, связал экономику, финансовый рынок, глобальные проблемы, связанные с рождаемостью, с демографией. Казалось бы, ну как их можно связать? С моей точки зрения, они вполне связываются. Связываются, потому что все эти проблемы происходят от очень короткой памяти, оттого что живём мы сегодняшним днём, оттого что видим нашу историю исключительно не более чем десяти- или пятнадцатилетней давности. И если бы люди



думали об истории, об уроках истории, может быть, они бережнее относились бы к экологии, любили природу, охраняли её, потому что сегодня проблема рождаемости возникает, в том числе, из-за ситуации во всех крупных городах, когда люди, к сожалению, далеко не блещут здоровьем. Если бы мы оглядывались на историю, — глядишь, не повторяли бы ошибок при регулировании или иных шагов накануне крупных кризисов.

1899 год — 110 лет назад в России был, если меня историки не поправят, один из мощнейших финансовых кризисов. В этом очень сильном кризисе есть схожие черты с процессами, происходящими сегодня в банковской сфере.

1929 год — год кризиса в США. В этом году исполняется 80 лет этому «замечательному» событию, с которого началось фактически всё современное регулирование рынка.

С 1933 года началось деление банков на инвестиционные и коммерческие, появился Закон о биржах в США. Всё пришлось на 1930-е годы. Посткризисные меры правительства Рузвельта, собственно говоря, заложили основы существующей сегодня модели финансового рынка. Эта модель, трансформируясь, достигла своего предела и столкнулась с кризисом. Мировой финансовый кризис, который сегодня происходит, невозможно рассматривать в отрыве от этой истории. Краткость нашей памяти приводит к тому, что мы очень часто судим о событиях, происходящих в экономике, на финансовых рынках, исключительно в диапазоне часов, дней, в лучшем случае — месяцев.

Сегодня здесь присутствуют разные люди — разные специалисты, люди разных поколений, есть журналисты. Далек не все глубоко разбираются в этой истории. И наша цель, — по крайней мере моя цель, — когда возникли идеи выпуска памятного конверта, идея сегодняшнего мероприятия и того, что, надеюсь, ещё последует, состояла и в том, чтобы дать информацию, помочь расширить кругозор, чтобы отвлечься от сиюминутных взглядов и глубже посмотреть на собственную историю.

Формирование фондового рынка, я глубоко убеждён, невозможно без формирования внутреннего инвестора, без формирования внутреннего спроса на российские, в данном случае, активы. А формирование внутреннего инвестора невозможно без того, чтобы этот инвестор был образованным, грамотным, чтобы он, извините за такое выражение, не очертя голову шёл на фондовый рынок, а чтобы думал и понимал, что делает. Если он будет понимать, что делает, то не станет нервничать, переживать,

когда падают курсы ценных бумаг, не будет устраивать истерику в случае приостановки торгов на фондовом рынке, осознавая, что продолжение торгов может быть разрушительным как для него самого, так и для всех окружающих.

Взгляд на историю спасает от истерики сегодняшнего дня. Здесь за этим столом присутствуют представители регулятора разных лет — девять лет истории ФСФР — ФКЦБ, с 2000 года по 2009 год. Девять лет — это большой срок. Но эти девять лет нужно измерять с точки зрения и другой даты: 5 декабря по старому стилю, а по новому стилю, я так понимаю, 17–18 декабря исполняется 185 лет с момента создания в Министерстве финансов России Особенной канцелярии по кредитной части, которая, по мнению некоторых историков, в том числе Юрия Петровича Голицына (руководитель историко-информационного центра ММВБ. — Ред.), в то время была мегарегулятором российского рынка, потому что занималась абсолютно всем.

Я думаю, что опыт регулирования финансового рынка в России не до конца оценен, не до конца изучен, и мы можем в этом смысле сделать ещё много-много полезного. Сегодня ФСФР подписала меморандум о сотрудничестве с Комиссией по ценным бумагам и товарам Объединенных Арабских Эмиратов. Г-н Абдалла аль-Тарифи, возглавляющий эту Комиссию, с уважением и присущей представителям этого государства некоторой вальяжностью сказал, вот вы работаете с 2004 года, а мы — с 2000. Я не стал опровергать это утверждение арабских коллег, поскольку в 1809 году, когда в России дискутировался вопрос о выпуске внутреннего займа, я думаю, там ещё не было даже лавок менял, а в России они были. И этой историей надо гордиться, как и современностью.

Эта тема вызывает у меня определенный энтузиазм. Посмотрите, какой бы сегмент финансового рынка мы ни взяли, всегда можно найти исторический аналог. Я привел пример мегарегулятора. Манипулирование рынком: первый закон о манипулировании рынком был принят в Великобритании, насколько помню, в 1765 или 1725 году (могу ошибиться с датами, но примерно в этот период времени), в 1860 году этот закон переписывался. Был такой замечательный

исследователь Озеров⁴, который описывает случаи, как в других странах через газетные публикации осуществлялось манипулирование рынком в Европе. Колоссальный опыт, которым можно не просто наслаждаться, читая эту историю, а делать выводы и понимать, как всё происходило в регулировании.

В этом году исполняется 140 лет с момента печатания котировок на русском языке. А что это означает с точки зрения эффективного финансового рынка? Присутствующий здесь Игорь Владимирович Костиков (председатель ФКЦБ в 2000–2004 гг. — Ред.) прекрасно это знает. Это фактически доступ к информации для участников рынка, это способность защитить рынок от манипулирования. Если котировки печатаются, если их читают участники рынка, — значит это доступно, значит меньше возможность повлиять на рынок, чем когда на рынке нет ни котировок, ни телеграфных сообщений и пр. Опыт — колоссальный.

Я хочу поблагодарить членов Никитского клуба, поблагодарить ММВБ за то, что такое мероприятие организовано. Я считаю это очень большой поддержкой и надеюсь, что мы ещё не раз в этом или ином составе будем говорить о параллелях между историей и современностью. На мой взгляд, в результате таких разговоров у нас появится более многомерная память, а наши решения всё-таки будут постепенно наполняться некоторой исторической мудростью, чего мне, по крайней мере сегодня, не хватает. Но я думаю, что это поправимо.

С. П. Капица

Мне бы хотелось сделать одно маленькое замечание. То, что Вы сказали, очень интересно, и на основании этого я хотел бы отметить другое — вопрос о доверии, о психологических факторах и ценностях, которые, в конце концов, управляют страной и обществом. В российской истории финансового рынка, которую мы слышали, успех определяло прежде всего доверие к финансовым сферам, доверие к своему правительству и уважение к традиции. Это важнейшее обстоятельство, и, кстати, роль средств массовой информации здесь очень велика

⁴ Озеров Иван Христофорович (1869–1942) — известный ученый-экономист и педагог начала XX века, профессор Московского коммерческого института (ныне Академии им. Г.В. Плеханова), одним из первых рассматривал финансы как самостоятельную науку.

О. В. Вьюгин

Игорь Владимирович [Костиков], что бы Вы могли сказать по поводу параллелей? Россия, пользуясь фондовыми инструментами, всегда очень высоко ценила иностранных инвесторов и недооценивала внутренних, хотя мы всё время говорим, что это очень важно. В критические моменты люди действительно отзывались на призыв государства предоставить свои средства для займов. Государство же, устремляясь туда, где быстрее и проще получить деньги, пользуясь чужой инфраструктурой, чужими сбережениями и т.д., в результате недооценивало собственную инфраструктуру и собственный фондовый рынок. Может быть, я утрирую, и меня историки поправят. Как Вы считаете?

И. В. Костиков

В моей жизни был такой интересный анекдотический случай, можно сказать, на историческую тему. Как-то я был на дискуссии в довольно большом центре по исследованию финансовой теории в Йельском университете (таких центров немного даже в США). По ходу дискуссии меня попросили встретиться с аспирантом, который написал работу, посвящённую истории фондового рынка вообще. Он занимался ценовыми моделями на российском фондовом рынке начала XX века на Санкт-Петербургской бирже, которая по ликвидности, по объёму операций была больше Нью-Йоркской. В работе были рассмотрены все математические закономерности, работавшие на фондовом рынке, начиная с того периода времени. Я, к своему стыду, ничем не смог ему помочь и был весьма удивлён, что тогда российский рынок был больше, чем рынок в Нью-Йорке.

На тему исторических параллелей и ассоциаций. Есть проблема, я бы сказал, не только доверия, — есть проблема морально-этических ценностей. Потому что не только фондовый, — рынок вообще не может существовать без морально-этических ценностей. И какой бы экономический кризис ни взять, в основе этого кризиса лежит в той или иной мере пренебрежение морально-этическими ценностями. К сожалению, в нашей стране эта проблема так и не была урегулирована и носит исторический характер.

Как эту проблему пытались урегулировать в начале XX века? В своё время я довольно подробно изучал ситуацию на нашем фондовом рынке и столкнулся с такой удивительной формой саморегулирования. В России всегда на протяжении истории были случаи, когда сбегали



И.В. Костиков

и кассиры, и бухгалтеры, и приказчики, прихватывая активы, бизнес (что в наше время носит название «рейдерство»), т. е. получается, что всё это имеет исторические аналогии. Но тогда существовали артели в форме товариществ, которые несли полную ответственность за своих участников. Они вносили в товарищество своё имущество, и если приказчик, кассир, управляющий сбегали, то артель полностью возмещала ущерб, нанесённый соответствующему предприятию, за счёт своего имущества.

Я считаю это интересным историческим опытом, ещё раз подчёркивающим, что главная причина отсутствия доверия к фондовому рынку сегодня — нерешённая проблема морально-этических ценностей участников рынка, морально-этических ценностей бизнес-сообщества, активно препятствующая вхождению наших российских инвесторов

на рынок. Думаю, что до тех пор, пока не будет проявлена специально адресованная политическая инициатива, не будет определенной позиции средств массовой информации, мы будем наступать на одни и те же грабли. Мы на них наступали в 1990-х, наступали в начале 2000-х годов и повторяем это сейчас. Я не могу сказать, что этого нет на Западе, но там пытаются с этим бороться. Ну, а принципы здесь всем известны, далеко ходить не надо — они заложены еще в Ветхом завете, но на рынке должна работать система правоприменения, позволяющая эти принципы реализовывать.

О. В. Вьюгин

Я могу только добавить, что это очень актуально. Недавно на одном из совещаний один очень крупный российский бизнесмен заявил, что сегодня «только трус платит проценты». Это было сказано серьезно, не буду называть фамилию. А что происходит с корпоративными облигациями российских эмитентов? Случаи невыплат по этим облигациям, — не потому, что не могут платить, а потому, что «только трус платит по облигациям», — только множатся. А ведь кто держатели облигаций? Например, паевые инвестиционные фонды, которые приобрели их на средства граждан, и получается, что косвенно, через эмитентов, фондовый рынок обманывает граждан. Не хочу усугублять и говорить об этом как о массовом явлении — в таком масштабе этого, конечно, не произойдет, но культура доверия, этические нормы остаются проблемой.

Сейчас мы вновь вернёмся к историческому экскурсу. Не знаю, можно ли привести какие-либо факты исторического опыта, касающиеся соблюдения морально-этических норм? Если есть, было бы интересно послушать. Я предоставлю слово Леониду Иосифовичу Бородкину, руководителю Центра экономической истории МГУ.

Л. И. Бородкин

Я хотел использовать выделенные для выступления несколько минут, чтобы еще раз обратиться к истории дореволюционного фондового рынка России и напомнить, что настоящий бум акционерного дела и рынка дивидендных бумаг в России происходил в 1890-х годах. Это разгар дореволюционной индустриализации.



Фото В. Федорова

Л.И. Бородкин

Во второй половине 1890-х годов в России происходит грюндерство⁵ — бурное распространение новых акционерных компаний в разных отраслях. Соответственно быстро растёт рынок акционерных капиталов. Доминирующую роль играла, конечно, Петербургская биржа. Всего у нас было шесть бирж, на которых котировались ценные бумаги, но Петербургская биржа была мощнее всех остальных вместе взятых, включая Московскую. Петербургская биржа входила в первую пятерку мировых бирж, уступая Парижской, Лондонской, Берлинской. На самом

⁵ Грюндерство (от нем. Grunder — основатель) — массовое неупорядоченное учредительство акционерных обществ, банков, страховых компаний, сопровождаемое обширной эмиссией ценных бумаг, биржевыми спекуляциями, созданием временных, фиктивных фирм, мошенничеством.

деле она была несколько меньше по объему продаж и по количеству бумаг, чем Нью-Йоркская, но в целом сравнимая с ней и довольно популярная.

Последние 10–15 лет у нас стали активно исследовать историю Петербургской биржи. Надо сказать, что за все 70 советских лет вышла всего одна книга о дореволюционном фондовом рынке. Считалось, что нет бирж — нет и предмета для исследования. Последние лет десять в Москве и в Санкт-Петербурге активно стали появляться публикации, проводились различные конференции, связанные с обсуждением дореволюционного фондового рынка. Сначала мы изучали курсовую динамику отдельных акций промышленных компаний, выявляли закономерности этого процесса. Такие компании, как Путиловский или Брянский машиностроительный и металлургический заводы, нефтяная компания братьев Нобель с капиталом порядка 100 миллионов рублей, — это были, как ни странно, в общем, не исследованные объекты фондового рынка в нашей экономической истории.

Мы пришли к выводу, что Россия — единственная из развитых стран, где отсутствовал исторический биржевой индекс. В ряде стран, скажем в Америке, он развивался вместе с рынком. Всем известный индекс Доу-Джонса возник в 1896 году и с тех пор непрерывно работал. Биржевые индексы Германии, Англии, Франции возникали примерно в то же время. В ряде стран они были пересчитаны в историческом ретроспективном аспекте в послевоенное десятилетие.

В России не было биржевого индекса ни тогда, ни после. Нам удалось рассчитать его уже в наше время, пользуясь методикой расчёта индекса Доу-Джонса, и сейчас мы располагаем промышленным индексом Петербургской биржи с начала 1896 года. Этот индекс основан, как и индекс Доу-Джонса, на акциях двенадцати крупнейших компаний.

Даёт ли основания этот индекс судить о том, был рынок спекулятивным или на нём всё-таки доминировали фундаментальные факторы? В литературе по этому поводу разные высказывания. Мы знаем, что в то время было приложено немало усилий, чтобы обуздать спекулятивные процессы на бирже. Немало в этом направлении делал Витте, правительство пыталось регулировать эти процессы, но тем не менее наиболее распространённая точка зрения состоит в том, что это было в основном место для спекуляций.

Какая картина получилась, когда мы построили индекс за период с 1896 года до Первой мировой войны (после Первой мировой войны

рынок закрылся и существовал в основном в нелегальных формах, например, на торгах в каком-нибудь в кафе)? Оказалось, что его динамика напоминает трёхгорбого верблюда. Один горб, один пик, приходится на период грандиозного промышленного подъёма в России конца 90-х годов XIX века, т.е. он совпадает с процессами в реальном секторе экономики. Второй горб приходится на предвоенный промышленный подъём, когда за четыре года промышленность выросла на 55%, — это был мощный рывок.

Кстати, сегодня по общим оценкам практически всех экономических историков, как у нас, так и за рубежом, промышленный рост в мире в течение четверти века до Первой мировой составлял 6,5% в год, и нет второй такой страны, где на этом интервале времени был такой процент промышленного роста.

Так вот, предвоенный рывок отражается рывком на кривой индекса. Оба промышленных рывка — конца 1890-х годов и предвоенный — имеют адекватные подъёмы на кривой индекса Петербургской биржи.

Однако есть и третий, небольшой горб на уровне 1905–1906 годов. И это оказалось загадкой, потому что в это время происходит первая русская революция. Она во многом раскачала экономику. В это время происходит русско-японская война, но мы наблюдаем рост курсовой динамики. Это, видимо, связано с тем, что во время первой русской революции Европа выходит из кризиса на рубеже XIX–XX веков, и наша биржа реагирует на это ожиданиями. Она ожидает, что вслед за Европой начнется подъём промышленности в России, но из-за революции этого не происходит, и от недостатка капиталов рынок опять рухнул.

В связи с этим интересно отметить, что, как здесь правильно было сказано, в дореволюционной истории российского фондового рынка произошло крупное падение (крах) в сентябре 1899 года, о котором Туган-Барановский⁶ пишет, что ничто не предвещало краха, он разразился внезапно, индекс полетел за неделю процентов на 30, где-то и на 40, и это было предвестием реального экономического кризиса. В России полностью сработала общая модель: сначала биржевой крах, а через 2–3 месяца — начало кризиса в реальной экономике, когда впервые за десятилетие темпы роста стали негативными.

⁶ Туган-Барановский Михаил Иванович (1865–1919) — экономист, историк, автор работ по истории и теории социализма, один из представителей «легального марксизма».

Экономический кризис (кризис, депрессия — это назвали по-разному), длившийся в России с 1900 и почти до 1909 года, конечно, означал и низкие курсовые показатели, за исключением неожиданного пика в 1905 году.

Сейчас много написано о моментах доверия или, напротив, о спекуляциях, проявившихся на русском фондовом рынке в полной мере. Здесь и известные «зайцы» — мелкие держатели акций, которые в аффекте такой массовой самоорганизации могли сдвинуть рынок. Здесь и крупные кампании, которые через прессу нередко проводили банкиры. Так, Путилов и правление его компании через прессу спускали информацию, которая могла понизить акции, которые они скупали затем по низкой цене, после чего положительные новостные сообщения поднимали курсы акций, и в это время правление продавало их по высокой цене. Всё это, включая игры на дореволюционной бирже, описано в прекрасной книге⁷ присутствующего здесь Павла Владимировича Лизунова (проф. Поморского государственного университета, г. Архангельск. — Ред.). Словом, здесь было много поучительного.

Во многом это действительно напоминает события на сегодняшней бирже. И я хочу сказать, что дореволюционный опыт Петербургской биржи, до сих пор слабо исследованный, — очень интересный материал для изучения традиций национального рынка, который, надо сказать, был довольно развитым. Правовая оболочка, правовая культура биржевого дела тогда была весьма высокая, особенно в результате биржевой реформы 1900 года, инициированной Витте, которая очень строго регламентировала жизнь на бирже.

О. В. Вьюгин

Мы отдали должное двухсотлетней истории фондового рынка, о которой, безусловно, надо помнить. Но эта история интересна также с точки зрения того, что изменилось в наше время? Судя по всему, — ничего, кроме прогресса в информационных технологиях, создающих больше возможностей, увеличивающих объемы и т. д.

У меня предложение перейти к выступлениям непосредственных участников современного биржевого процесса, попросить их рассказать, как это происходило. Одновременно заглянуть немного вперед и высказать

⁷ Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.)/П. В. Лизунов. СПб.: БЛИЦ, 2004.

мнение, насколько и как будет повторяться история. Например, современный кризис когда-нибудь закончится, а дальше всё пойдет по-прежнему? Удастся ли создать в России международный финансовый центр, чего никогда не было в нашей истории?

Отдельно я хочу сказать следующее. Среди людей, имеющих отношение к современной и новейшей истории фондового рынка, я считаю своим долгом вспомнить трагически погибшего Андрея Андреевича Козлова⁸, который был моим другом. Андрей Андреевич сделал очень много для становления инфраструктуры новейшего российского фондового рынка...

Далее у меня есть некий список выступающих, но если кто-то захочет что-то сказать, просите слово. Пожалуйста, Юрий Александрович Милюков, председатель Совета директоров Управляющей компании № 1. Юрий Александрович был организатором, а затем руководителем Московской товарной биржи.

Ю. А. Милюков

Я благодарен Никитскому клубу, который в тяжкую кризисную годину позволяет расслабиться. С утра пришлось обсуждать судьбу шинной промышленности, где предприятия набрали по полмиллиарда кредитов и не знают, что теперь делать. Чувствуешь себя хирургом, которому предстоит гнойная операция. И вот после этой профессиональной битвы приходишь сюда, и тебя призывают пофилософствовать, вспомнить историю.

Когда люди начинают вспоминать историю фондового рынка, особенно древнюю, — это почти похоронное камлание является для меня дополнительным подтверждением того, в чём я сегодня убежден: завершается эпоха привычного для нас фондового рынка, т. е. таких экономических отношений, где «невидимые шаловливые ручки» рынка всё решают за нас.

Я как-то пытался это объяснить сыновьям — дети более отзывчивые слушатели рассказов об истории, они к ней восприимчивы. Как же так, спрашивают они, днём я вложил в ценные бумаги, лёг спать и ничего

⁸ Козлов Андрей Андреевич (1965–2006) — российский государственный деятель, финансист, первый заместитель председателя Центрального банка Российской Федерации (1997–1999; 2002–2006), член Совета директоров Банка России. Погиб в результате покушения. А. А. Козлов был членом Никитского клуба.



Фото В. Федорова

Ю.А. Милпукков

не делал ночью — ни хорошего, ни плохого, а утром проснулся — звонит брокер: спешу поздравить, ваш капитал удвоился. Или: соболезную, у вас теперь в два раза меньше. Что произошло? Я же ничего не делал! А мне отвечают: невидимые руки рынка за тебя поработали. У людей возникает закономерный вопрос: нельзя ли как-то с этими «невидимыми руками» встретиться, попытаться договориться, чтобы не мешали, и предпринять, наконец, собственное конструкторское усилие — что человечество делало уже не раз, осваивая новые сферы деятельности, например, присваивая силы природы и т.д.? Чтобы сегодня же, следуя завету Фукуямы⁹ (обнаружившему, что история, где присваивались силы

⁹ Фукуяма Фрэнсис (Francis Fukuyama; 1952) — американский философ, политический экономист и писатель.

природы, закончилась), начать освоение и присвоение системы человеческих отношений?

Мы входим в новую эпоху, начинается новый виток исследований того, как объективно устроена среда, ткань экономических отношений. Здесь будет уместна параллель с воздухом, ведь в прошлой своей жизни я был физиком-теоретиком.

Если вы хотите полететь, у вас должны быть планер и знание простой модели идеального газа (в случае экономических отношений — модель «невидимых рук» рынка). Вы строите свой планер, имея в виду три природные силы — подъемную, силу тяги и силу тяжести. Но если вы хотите летать чуть быстрее (или получать больше маржи, чем простой инвестор, т.е. говоря современным языком, встать в позицию управляющего фондом прямых инвестиций), вам предстоит понять, что модель идеального газа не позволяет летать на больших скоростях. Возникают проблемы с ламинарными и турбулентными потоками, пограничными слоями, флаттером и т.п. — самолёт трясёт, он разваливается... Если вы хотите лететь еще быстрее, на сверхзвуковых скоростях, вы вдруг обнаруживаете, что существуют ударные волны, которые необходимо учитывать. Наконец, если вы хотите лететь совсем быстро, выясняется, что свойства среды изменились кардинально, возникла ионизированная плазма — караул! управление самолетом окончательно потеряно.

Каждый раз, усложняя задачу, вы вынуждены всё глубже разбираться в устройстве объективных слоёв среды, через которую предстоит лететь. Вот так же сегодня человечество начинает медленно возвращаться к точке, где когда-то остановилась немецкая школа экономики, попытавшаяся разобраться с объективным устройством «невидимых рук» института прав, института денег, института капитала. Разобраться не успели, следующие полтора века продурчились, занимаясь алхимией менеджмента, и только теперь, в последние 20–30 лет, мы возвращаемся к институционализму, к исследованию институтов, пытаясь выявить объективацию и приходя к выводу, что люди действуют не случайно, а значит, возможно конструкторское усилие. Значит, можно, отодвинув на время невидимые руки рынка, самому вступить в переговоры со всеми владельцами активов и собрать такую схему (цепочку добавленной стоимости), где, всё рассчитав и правильно со всеми поделившись, вы можете зафиксировать и собственный доход, максимально большой по сравнению с тем, как если бы вы просто действовали как инвестор, пусть и на хорошо организованном

фондовом рынке, и даже с самым замечательным государственным регулированием.

Задача в том, чтобы человечество поместило себя внутри следующих контуров: а) контур института права, где должны быть сконструированы новые правообменные, правоустанавливающие инструменты; б) контур института денег с новыми расчетными инструментами; в) контур института капитала с новыми инвестиционными инструментами.

Мы позволили деньгам слишком многое, распространив их функции на все сферы своей жизни, включая нерыночные. Ещё Пушкин заметил: «.../Не продается вдохновенье,/Но можно рукопись продать./...»¹⁰. Церковь активно продавала индульгенции. Продаётся любовь, продаётся что угодно. Денежные расчёты без всякого нашего спроса и особого согласия залезли туда, где им не место. Но их пора поставить на место.

Парадокс, мы живём в стране, где есть практически всё, что нужно для производства, — вода, электроэнергия, недра, рабочие кадры, предпринимательские усилия и т.д., — но вдруг оказалось, что американские ребята заигрались в свои игрушки, их финансовые пирамиды дружно шлёпнулись. Казалось бы, нам-то что, наши собственные ресурсы никуда не делись. Ан нет, мы кричим: караул, у нас нет денег, и все проекты останавливаются.

Вопрос, который никто не задаёт: разве капитал в его финансовом виде — основа всех наших проектов? Вовсе нет. Случилось другое: мы добровольно согласились полностью отдать на аутсорсинг (англ. outsourcing — передача функций сторонней организации. — Ред.) всю отечественную финансовую систему, начиная от расчётов через SWIFT и заканчивая выпуском любых бумаг и применением любых финансовых технологий. И теперь там удостоверяются наши права собственности и надлежаще защищаются законом, им мы платим комиссию за быстроту и правильность расчётов, им платим за удобство пользования Visa и Master Card и т.п.

Конечно, у нас тогда, 20 лет назад, не было возможности построить собственную финансовую систему, но честно говоря, мы особо и не пытались, просто согласились платить за право пользования чужой. Когда там полыхнуло, — на нас обращают внимание в последнюю очередь, что справедливо: им надо спасать свой огород, своё хозяйство. Когда у тебя в руках возможность запустить печатный станок, ты это будешь делать, чтобы выжить...

¹⁰ Из стихотворения А. С. Пушкина «Разговор книгопродавца с поэтом», 1824 г.

Вот так я понимаю нынешний кризис, а значит, и пути выхода из него. Вот почему кризис для меня — радость и счастье, он прочищает людям мозги, и мои тоже. Появилась возможность поговорить о простых вещах человеческим языком, не упакованным для road show¹¹ в красивые обёртки и фантики.

Исторически наша страна властечцентрична, нашей власти ничего не остаётся, как быть в ответе за всё. Сегодня это означает исполнение двух функций: с одной стороны, тушить пожар, бросив на это все силы, но параллельно осознать, наконец, — скажу страшное! — пределы открытости отечественной экономики, подсевшей на всё западное. Вот результат: у них вдруг закончились деньги, — а у нас встали проекты. Странно: у нас по-прежнему одна седьмая часть мировой территории, примерно одна седьмая часть ресурсов, а капитализация, доход, приходящийся на единичку площади, ниже среднемировой в разы.

Замечательно, что от власти прозвучал трезвый призыв, — к сожалению, очень тихий: где-то на пустыре, в лаборатории, в гараже должны найтись люди, которые начнут, пусть на коленке, рисовать эскизы будущей финансовой архитектуры. Такая система должна быть способна в случае необходимости — типа сегодняшнего кризиса — закрыться, должна иметь правильные финансовые инструменты, технологии, стандарты и т. д.

В своё время меня тронула мысль славного американского парня, основателя инвестбанка DLJ Уильяма Доналдсона, который позднее стал генеральным директором Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE), а ещё позже возглавлял Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC). Он сказал, первое: мы знаем, что наши финансовые технологии строились архаично, методом проб и ошибок, и система вышла крайне уродливой. Мы видим её полное несовершенство. Поверим на слово. Второе: мы знаем, какими должны быть правильная система, финансовые технологии, финансовая архитектура. Поверим, что знают. Третье: мы даже знаем, как перейти от старой, архаичной системы к новой. Поверим даже в это. Но каков его вывод? Мы не в состоянии это сделать, поскольку такая система исторически сложилась, и любое телодвижение по её улучшению встречает бешеное лоббистское сопротивление в Конгрессе, правительстве, и далее по списку.

В этом смысле России дико повезло: у нас нет их истории. История отечественного фондового рынка закончилась замечательными взле-

¹¹ Серия встреч в разных городах, позволяющих потенциальным инвесторам задать руководству компании-эмитента вопросы, касающиеся ее деятельности.

тами предвоенного 1914 года. Конечно, за последние годы мы «слямзили» что-то у них, понаписали правильных положений, что-то отрегулировали, даже, Бог мой, создали положение о ПИФах. Но мы не успели всё это опробовать. Не развернули ипотеку, не создали многоступенчатую секьюритизацию бумажных активов. Слава Богу, в ипотеке, в автокредитах не совершили почти ничего вредного. И поэтому у нас есть уникальный шанс выстроить правильную архитектуру как бы с нуля.

Конечно, правительство, заливающее кризис деньгами, право, когда спрашивает, нет ли у тебя случайно лишнего брандспойта, не можешь ли дать технологии, увеличивающие напор воды для тушения пожара? Ты отвечаешь: нет. — Тогда ладно, иди обратно в лабораторию и создавай эскизы новой финансовой архитектуры. Так мы не против.

Сегодня кто-то должен начать модернизацию и, как Королев, засевавший в ГИРД (Группа изучения реактивного движения. — Ред.) и делавший пробные запуски ракет, начать пробные запуски новых финансовых технологий. Мы знаем: кое-кто начинает это делать, в том числе американцы. У России же, не отягощённой прошлым, замечательный шанс сделать это самостоятельно. Поэтому я бы призвал больше обсуждать новую финансовую архитектуру, которую все мы понимаем по-разному. Кто-то — как очередной набор зданий для новых банков. Иные — как набор правил, технологий и финансовых инструментов, которые должны обращаться и служить увеличению капитализации путём выстраивания новых цепочек добавленной стоимости.

Извините за кучу неструктурированных глупостей, но философский склад Никитского клуба прощает такую мозаику тезисов, возможно, не допустимых в профессиональном разговоре антикризисных управляющих.

О. В. Вьюгин

По-моему, очень интересный набор. Россия всё время шла за деньгами, а надо бы за технологиями, если своих нет.

С. П. Капица

Мы отдаём мозги.

О. В. Вьюгин

Был поднят вопрос о финансовой архитектуре. Я предлагаю сказать несколько слов об этом Юрию Алексеевичу Данилову, директору фонда «Центр развития фондового рынка». Нелёгкая у Вас задача.

Ю. А. Данилов

Фонд «Центр развития фондового рынка» 26 января текущего года провёл круглый стол под названием «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России». По итогам этого круглого стола мы подготовили буклет с расшифровкой стенограммы круглого стола, в котором приняли участие наши ведущие эксперты в данной области, и моей попыткой суммировать результаты состоявшейся дискуссии. Буклетов у нас немного, но ознакомиться со стенограммой этого круглого стола и моей статьёй можно на сайте нашего фонда.

Вопрос устройства посткризисного мира, в том числе мирового финансового рынка после кризиса, занимает сейчас многих. Пока понятно, что готовых ответов на эти вопросы и готовых рецептов нет ни у нас, ни в других странах.

При подготовке к саммиту «группы двадцати» человечество осознало, что, может быть, впервые столкнулось с полноценным глобальным финансово-экономическим кризисом, и впервые человечество в целом ищет ответы на поставленные перед ним вопросы. Надо сказать, в отличие от многих моих коллег экономистов я предполагаю, что на этом саммите какие-то подходы к решению проблемы выхода из беспрецедентного кризиса, разразившегося в прошлом году, будут по крайней мере намечены.

Большинство экспертов продолжают пытаться анализировать происходящие изменения с точки зрения традиционных инструментов анализа, используя в том числе аналогии с ранее случавшимися кризисами. Как говорят, генералы всегда готовятся к прошедшей войне. Так и экономические советники апеллируют к прошедшим кризисам. В то же время эксперты соглашаются с тем, что наблюдаемый в настоящее время кризис — в своем роде уникальный, аналогий с которым в мировой экономической истории нет. Следовательно, анализ текущего кризиса и прогнозирование посткризисного мира невозможны в рамках сложившихся представлений о финансовом рынке и экономике в целом.

Это означает, что, видимо, мы должны выработать принципиально новый инструментарий анализа происходящих событий, который может быть положен в основу прогнозирования будущего мироустройства. Подход к рассматриваемому явлению должен быть существенно шире и учитывать не только чисто финансовые или чисто экономические аспекты, но и многое другое. При этом составной частью новой методологии экономической науки должен стать цивилизационный



Ю.А. Данилов

подход. Строго говоря, текущий глобальный финансово-экономический кризис сформулировал требование к новой теоретической парадигме экономической науки в целом, и на повестке дня — создание принципиально новой теоретической основы для дальнейшего развития экономики и финансов.

В экспертном сообществе уже есть мнение, что начавшийся кризис в силу его жестокости разрушит многие существующие институты. Некоторые из этих институтов сложились в последние 20–30–40 лет, другие складывались с 30-х годов XX века. Вполне возможно, что будут подвергнуты сомнению и институты с более чем вековой историей. Из этого следует представление о том, что через 5–10 лет глобальная финансовая система будет жить по принципиально иным

правилам. Однако часть экспертов предполагают, что начавшийся кризис не будет носить катастрофического характера, и существующие институты будут лишь в значительной мере модернизированы, но не заменены новыми.

Таким образом, на круглом столе был сформулирован тезис о развилке: а) наблюдаемый кризис может иметь катастрофические последствия для существующих традиционных институтов, которые заменят принципиально новые институты посткризисного мира; б) наблюдаемый кризис будет урегулирован существующими институтами, которые в то же время претерпят существенную модернизацию, чтобы стать адекватными реалиям посткризисного мира. При этом при реализации второго варианта не отменяется перспектива следующего катастрофического кризиса, который приведёт к полной смене основных институтов глобальной финансовой архитектуры.

Можно много говорить о конкретных механизмах выхода из кризиса, о конкретных структурах будущего глобального финансового мира и регулирования этого мира, но этот вопрос столь глобален, что заслуживает отдельного разговора, отдельной дополнительной встречи.

Но что нужно сказать сейчас, — Россия, может быть, впервые играет достаточно активную роль в обсуждении будущего развития мировой финансовой системы. Предложения России к заседанию G20 были первым официальным документом среди всех стран «двадцатки». Президент Медведев подписал эти предложения, и Россию, кстати, приняли сейчас в Форум финансовой стабильности, что очень важно. На мой взгляд, Форум финансовой стабильности — это международный наднациональный орган, единственный среди всех наднациональных органов международных финансовых организаций, показавший свою эффективность. А показал он свою эффективность потому, что занимается сбором передовой практики в разных областях функционирования финансовой системы — в области корпоративного управления, в области МСФО, в области управления рисками, в области государственного регулирования национальных финансовых рынков и т.д. Он берёт стандарты лучшей практики во всех этих аспектах и формирует своеобразный свод рекомендаций.

А. Г. Гавриленко (председатель Совета директоров «Алор-Инвест»)
Юрий Алексеевич, скажите, может быть, и нам принять закон Гласса-Стигала¹² и всем успокоиться? Что мы мучаемся?

Ю. А. Данилов

Я, честно говоря, — за.

А. Г. Гавриленко

Я считаю, что нечего банкам заниматься всем, — это не я придумал, это Стигал придумал в 1933 году. Если уж нас господин Выюгин призвал поговорить об архитектуре, — давайте рассмотрим, что может получиться.

В. Д. Миловидов

Юрий Алексеевич, Вы не бойтесь, у нас таких фамилий нет — ни Гласса, ни Стигала.

А. Г. Гавриленко

Но мы в 1994 году были близки к тому, чтобы пойти по американскому пути. Дмитрий Васильев (председатель ФКЦБ в 1996–1999 гг. — Ред.) долго настаивал на этом, насколько я помню.

Ю. А. Данилов

Я считаю, что это правильный путь развития для нашего рынка. Его уже нельзя назвать американским. Его нужно назвать китайским. Вот у Китая сейчас есть жёсткое разделение между коммерческими и инвестиционными банками. Там существует запрет для коммерческих банков работать на фондовом рынке — более жёсткий, чем по американскому закону Гласса-Стигала. И мы видим, что китайский рынок в текущем кризисе всё-таки устоял, несмотря на катастрофически высокий рост в предыдущие годы, который, казалось, должен бы ускорить его падение в течение кризиса. Действительно, он в какой-то момент упал, но всё-

¹² «Закон Гласса-Стигала» (Glass-Steagall Act) — Закон о банковской деятельности от 1933 года (Banking Act of 1933) запрещал банкам, осуществляющим инвестиционные операции с ценными бумагами на бирже, одновременно заниматься приёмом вкладов населения и кредитованием. Закон был отменён в 1999 г. (см. также Выпуск 41 Никитского клуба: «Неэкономические компоненты финансового кризиса»).



А.Г. Гавриленко

таки не до того уровня, с которого стартовал в 2006 году. Видимо, в применении этого закона, разделяющего риски коммерческих и инвестиционных банков, залог некоей стабильности.

Кроме взглядов на будущее, я хочу сказать ещё несколько слов об истории, чтобы достроить намеченный здесь мостик от прошлого к настоящему. Многоуважаемый Дмитрий Борисович Зимин может сказать о первом российском IPO (первичное размещение акций. — Ред.) на иностранной бирже, проведённом компанией «ВымпелКом», которой он в 1996 году руководил. Это как с опорой моста на одном берегу реки. Тогда это было абсолютной экзотикой, приносившей, правда, реальные инвестиции, казавшиеся в то время огромными, а с точки зрения 2007 года — небольшими. Напомню: 2007 год — это IPO Сбербанка и ВТБ,

рекордный объём привлечения капитала российскими компаниями на рынке акций в условиях благоприятной финансово-экономической конъюнктуры.

А вот другая опора моста — 2008 год и то, чем этот год запомнится, в частности, в истории российских IPO. В 2008 году, на мой взгляд, знаковое IPO на 57 тыс. долларов провело ОАО «Шуйская гармонь». Цель проведения IPO, цель привлечения денег — привести технику в соответствие с правилами, требованиями пожарной безопасности. Это говорит о том, что IPO вошло в жизнь нашей экономики настолько глубоко, что теперь «Шуйская гармонь» привлекает деньги на рынке акций, чтобы купить недостающий топор. Периферийное акционерное общество в гораздо менее благоприятных условиях 2008 года использует механизм привлечения денег для решения прикладных проблем своей хозяйственной деятельности, что двенадцать лет назад было абсолютной экзотикой.

О. В. Вьюгин

Идея фондового рынка и IPO неуничтожима. Если большой рынок не работает, — заработает местный.

Хорошо, похоже, вопрос о мировой финансовой архитектуре оказался неподъёмным. Да и кто может сказать, какой будет архитектура! Одно ясно, что архитектура быстро не меняется. Что бы мы сейчас ни говорили, — пройдёт кризис, и ничего не изменится. Всё останется, как было. Может быть, введут закон Гласса-Стигала, может быть, хеджфонды, оффшоры к рукам приберут и т. д. Есть уже перечень жертв этого кризиса, но реально глобальные изменения происходят, конечно, гораздо медленнее.

Я думаю, что кризис просто заставит работать мысль, которая даст свои результаты, но очень не скоро. Но мысль уже заработала, и это самый важный итог этого кризиса.

Давайте всё-таки попробуем продолжить размышления о месте России в глобальном разделении труда и в финансовой системе.

С. П. Капица

Думаю, здесь опять возникнет проблема доверия.

О. В. Вьюгин

Проблема доверия существует всегда. Вопрос-то, на самом деле, в право-

вой культуре. Известная история с Медоффом¹³ в США — пирамида, обман. Но всё по закону — в том смысле, что накажут его по закону. Культура заключается в том, что всё происходит чётко по закону, и это — гарантия моих прав как инвестора. Если кто-то меня обманул, — его накажут по закону. Больше ничего придумать нельзя, идеальных людей не бывает.

Кто хочет выступить? Пожалуйста, Николай Игоревич Кащев, главный экономист МДМ-Банка.

Н. И. Кащев

Пожалуй, из практиков я здесь один. Конечно, моя практика не идёт ни в какое сравнение с опытом тех, кто основывал компании, выходил на биржи и т.д. Моё первое прикосновение к фондовому рынку произошло примерно в 1992–1993 годах. С 1996 года я работаю в крупнейших российских банках и занимаюсь в основном аналитикой.

Хочу поделиться некоторыми соображениями человека, который, не отрываясь от мониторов, непрерывно следит за новостями, появляющимися на экранах, следит за котировками, составляющими, как мы знаем, основу эффективного рынка.

Наблюдая за текущим кризисом, у меня сложилось чёткое представление, что история ничему не учит. Параллелей в прошлом можно найти массу, но, пожалуй, наиболее близкую параллель с текущим кризисом можно провести с так называемым *savings and loans crisis*¹⁴ в США в 1980-х годах. Они очень похожи по симптомам, по сути и т.д. Однако сегодня происходит нечто другое, потому что, проследивая основные вехи развития современной финансовой системы на протяжении 110 лет, можно выделить как минимум три 30–35-летних цикла. Первый цикл завершился отменой золотого стандарта, второй — отменой Бреттон-Вудской системы, наконец, сегодня мы в очередной раз сталкиваемся с нечто эпохальным.

О. В. Вьюгин

А что отменяется сейчас?

¹³ Бернанд Медофф — председатель крупного инвестиционного фонда «Медофф Секьюритис», обвинен в мошенничестве и арестован в декабре 2008 г.

¹⁴ Ссудно-сберегательный кризис (*S&L crisis*) в конце 1980-х–начале 1990-х гг., во время которого произошло массовое банкротство ссудно-сберегательных ипотечных касс в США из-за падения цен на недвижимость.



Н.И. Кащеев

Н. И. Кащеев

Циклы чередуются с точки зрения большей или меньшей либерализации рынка. До настоящего времени был период, условно говоря, рейганизма-тэтчеризма, т. е. очень либерального, «свободного» рынка, — очевидно, теперь произойдёт возврат к кейнсианству, в той или иной степени к этатизму, и это естественная реакция на процесс, длившийся последние тридцать с лишним лет.

Ещё один существенный момент. Как экономика выходила из кризисов, основанных на пресловутых циклах Мински¹⁵, т. е. пузырях

¹⁵ Теория рыночного цикла американского экономиста Хаймена Филипа Мински (1919–1996) связана с исследованием, в частности, этапов зарождения и взрыва ценовых пузырей на рынках различных активов.

на финансовых рынках? Для этого, собственно, нужно совсем немного. Нужен новый, принципиально важный и очень ёмкий объект для инвестиций, что-то вроде доткомов (интернет-компаний) начала XXI века, если угодно. Но идея доткомов и так называемые постиндустриальные экономики существенно дискредитированы, поэтому скорее всего речь может идти об одновременной коррекции постиндустриального восприятия общества, т. е. с бóльшим уклоном в сторону материальных ценностей. Пока такого объекта даже близко не видно. Поэтому сейчас, когда Федеральная резервная система (ФРС) США и прочие центральные банки мира заливают пожар на финансовых рынках большими объёмами ликвидности, мы с вами автоматически сталкиваемся с новыми попытками надуть пузыри, вызывающими повышенные риски.

Знаете, какая сейчас самая популярная идея у финансовых спекулянтов? В самом недалеком будущем, когда ФРС начнёт печатать очень много долларов (уже начала!), ЕЦБ (Европейский центральный банк) рано или поздно присоединится к ней. Соответственно, инвесторы должны начать покупать *commodities*, т. е. сырьевые товары, и вкладываться в валюты стран, так или иначе причастных к производству этих сырьевых товаров.

Идея будто бы на руку России, но понятно, что речь идёт не о балансе спроса-предложения в реальной экономике, а об очередном явлении, которое мы называем *overshoot* (слишком сильное, фундаментально не оправданное повышение цены актива в ходе активных спекуляций), сложившемся в силу причин, связанных с финансовыми рынками, ликвидностью, но не с балансом физического спроса и предложения. Это новый случай ценового пузыря, и произойдёт только мощная коррекция на всех финансовых и сырьевых рынках, которые были надуты за последние годы, особенно на пике сверхвысокой ликвидности, предложенной ФРС под руководством Алана Гринспена, и опять начнётся всё сначала. Опять проходим экономику леввереджа, т. е. больших кредитных вливаний в экономику, постепенно выходим на виртуализированные финансовые рынки, оторвавшиеся от своих материальных основ, и вновь получаем вместо «товар-деньги-товар» цепочку «деньги-квази-деньги-деньги штрих». Всё это нарастает заново, и через какое-то время происходит новый большой взрыв финансовых рынков. Это замкнутый круг, а действительный выход пока не виден.

К сожалению, я отношусь к событиям в экономике как фаталист. Я считаю, что, как и политика, экономика — искусство возможного, которая,

на мой взгляд, не является ни наукой, ни самостоятельным феноменом, скорее это социальное явление. (Если рассматривать экономику как науку, то это нечто близкое к философии, как мне представляется.) Если у нас в голове возникла какая-то новая финансовая архитектура, но нет средств или ясного представления, как эта архитектура выглядит на практике и как внедрить её сегодня, — ничего не получится. Мы всё равно будем действовать в условиях сложившейся игры, диктуемых фактом существования большого рынка, на котором действует одновременно много игроков, — финансовых институтов, частных инвесторов, регулирующих органов и т.д.

Как я представляю себе в этой ситуации роль России? Глобальный экономический процесс открывает для нашей страны одну и ту же нишу, — как в процессе кризиса, так, собственно говоря, и до начала кризиса. Мне представляется, поскольку экономика — нечто большее, чем просто хозяйственные отношения, финансовые системы и т.д., эта ниша предопределена сочетанием сложного комплекса причин. Например, когда говорят, что демократия как общественный строй возможна только в обществах, где достаточно богатых людей, на мой взгляд, есть и обратная зависимость. На мой взгляд, эти процессы взаимоувязаны. Экономика и социология переплетены между собой необычайно прочно.

Каждой стадии развития или эволюции общества, — не знаю, как это точнее назвать, потому что к слову «прогресс» я отношусь с большой осторожностью, — каждому этапу развития общества соответствует определенный стиль экономических отношений и определенная степень развитости экономики в целом, если, конечно, попытаться проецировать это на шкалу прогресса, принятую во всем мире. Другими словами, имея определенный тип социальных, политических и пр. общественных отношений в нашем обществе, мы объективно не можем претендовать на какие-то большие высоты, на какую-то большую отдачу.

Экономика — искусство возможного. Наши амбиции могут быть достаточно высокими, но, к сожалению, их реализация ограничивается условиями, которые выше наших возможностей на данном этапе эволюции общества. Исходя из этого, и если смотреть объективно, я полагаю, у России ограниченный набор конкурентных преимуществ в современном мире. Так сложилось на данный момент по тем или иным обстоятельствам, и мы вынуждены эту ситуацию рассматривать как объективную данность.

Китай демонстрирует схему развития, основанную, прежде всего, на имитации. Обладая достаточным количеством демографических

ресурсов, чтобы развиваться экстенсивно и развивать свою экономику органически, они поступили совершенно правильно, копируя созданные схемы на единственную сегодня экономическую систему, имеющую свой внутренний двигатель развития.

Обратите внимание, мы говорим о том, что Россия достигала больших успехов в развитии фондового рынка в период с середины XIX века до Первой мировой войны. В Первой мировой войне участвовали многие страны Европы. Единственная страна, где всё это обернулось катастрофой и произошёл разрыв исторического процесса, была Россия.

Реплика из зала:

А Австро-Венгрия, Германия?

Н. И. Кащеев

Определённое время это действительно было так. Для некоторых стран, например, для Германии, это отступление, да, затянулось на длительное время, но Германия, пусть насильственно, но весьма органично всё же вернулась на прежнюю цивилизационную стезю.

Я, может быть, несколько углубился в философские дебри, но дело не в абстракциях. Применительно к России это и не пессимистический, и не оптимистический взгляд. Если посмотреть реально и попытаться соотнести наши амбиции с нашими возможностями, мы увидим, что у нас есть вполне определённый путь развития и определённая ниша, которую мы можем занять и в посткризисной ситуации, когда мировая экономика пойдёт на подъём. И даже, как мне кажется, в ситуации продолжительного кризиса или депрессии, сценарий которой также не исключается в дальнейшем. Эта ниша называется очень просто: энергетическая, но не сверхдержава, а просто держава.

Мы нуждаемся в технологиях, в инвестициях, может быть, в каких-то схемах, чтобы развивать своё общество, бизнес, развивать страну. Поскольку мы сами так и не выработали стратегию, продолжаем метаться в попытках определить, что же нам делать дальше, есть, на мой взгляд, достаточно простое решение, к которому нас просто подталкивает логика развития. Если мы откроем свою энергетическую сферу — наше единственное сегодня серьёзное конкурентное преимущество, — чтобы получить нужный нам капитал, нужные технологии, мы можем одновременно приобрести массу других преимуществ, о которых сегодня говорили, вспоминая, как Россия в начале XIX века пыталась с помощью западного

капитала развивать свою промышленность и продавать свою продукцию дальше, на Восток. Мы можем оказаться сейчас в похожей ситуации!

У меня нет сейчас возможности развивать эту мысль глубже, но, на мой взгляд, это то, что лежит на поверхности, если трезво оценивать ситуацию и соизмерять свои амбиции со своими возможностями. Понятно, что ближайшая наша перспектива прямо зависит от того, как Запад будет выходить из пожарной ситуации, в которую он попал, и каким образом это скажется на нашем экспортном сырье, потому что в настоящий момент наша экономика ориентирована в первую очередь на внешний спрос, но никак не на внутренний.

Для внутреннего спроса у нас не созданы механизмы, посредством которых можно было бы быстро и эффективно воздействовать на этот спрос. Валовой экспорт у нас — 30% ВВП, примерно, как в Китае. Но у Китая немного другой характер промышленности, другой характер экономики, другой характер экспорта. Поэтому наша ближайшая перспектива прямо зависит от того, каким образом шаги, предпринимаемые ФРС для тушения пожара, будут воздействовать на рынки экспортных товаров, обеспечивающих главный для нас внешний спрос.

В дальнейшем, я считаю, наиболее логично для России было бы занять нишу, где у нас действительно есть преимущество. Эта ниша, по крайней мере для начала, — сырьевая, и важно ею наиболее эффективно воспользоваться. И на сырьевой основе нам, может быть, в дальнейшем удастся расширить свои конкурентные преимущества.

О. В. Вьюгин

Прозвучали две важные мысли. Первая мысль: при смене экономических циклов был похоронен сначала золотой стандарт, потом — Бреттон-Вудс и, наконец, то же самое ожидает резервную валюту. Это вполне реальный сценарий. В этом случае, — вторая мысль, — сырьё действительно может стать важным аргументом для формирования чего-то, поскольку здесь вряд ли можно рассчитывать на золото... **В ответ на реплику:** Да, да, может быть, вода, уран. Я разделяю эту точку зрения.

Слово просит Рубен Абелович Аганбегян, генеральный директор ИГ «Ренессанс Капитал».

Р. А. Аганбегян

Я хочу немного опуститься на грешную землю, вернуться в наши реалии и сказать следующее. Тучные годы — есть сейчас такое расхожее



Р. А. Аганбегян

выражение, — годы благоденствия не привели к тому, чтобы мы взяли и начали себя реформировать. Когда у нас было много денег, мы сами собой не занялись. Сейчас в ситуации кризиса для меня очень важный вопрос, что будет происходить? Способны ли мы взяться за дело и не ждать какого-то очередного скорого поезда или ещё чего-то, а заняться немного собой?

Пытаясь анализировать какие-то моменты, выскажу своё мнение по поводу того, о чём говорили предыдущие выступающие. Хочу отметить два момента в связи с правовой культурой исполнения обязательств.

Первое. По моему мнению, за последние десятилетия наша правовая культура проделала огромный путь от общества, условно говоря, начала 1990-х, к которому можно применить такое слово, как бандитизм,

к обществу, существующему в более цивилизованных рамках. Например, в прошлом году, когда были введены новые правила дорожного движения, по-моему, на дорогах их стали соблюдать намного больше. Естественно, существует много нюансов, но, я считаю, мы на правильном пути, и тезис, что русские не способны соблюдать закон, — неправильный.

Русские известны тем, что сделка заключена в момент рукопожатия. Многие относят это к бандитским временам, когда можно было жизнь потерять, если не сдержишь слово. Тем не менее в культурных традициях других стран, даже пожав руку и заключив договор, нет никаких гарантий, что обязательства будут исполнены. Так что в этом смысле у нас не всё потеряно.

Второе. Мы говорили о том, насколько тяжёл этот кризис для нас. Не секрет, что наш фондовый рынок оказался в существенно большем свободном падении, чем мировые фондовые рынки. С моей точки зрения, главная причина здесь, о чём говорил уже Владимир Дмитриевич [Миловидов] состоит в том, что надо обращаться к внутренним ресурсам. Мы жили за счёт внешних ресурсов, которые в определённый момент побежали с рынка. Неважно, что наши внутренние ресурсы тоже были спекулятивными, были на рычагах и ничем помочь нам не могли.

Сейчас у меня есть одна любимая тема, коллеги знают, — это тема длинных денег. Я считаю, что мы к этому кризису подошли без длинных денег. Основной урок, который мы должны вынести из кризиса, как мне кажется, это придумать, как в следующий тучный период сформировать свои длинные деньги, — не чужие, не западные, а именно внутренние.

Здесь присутствует Дмитрий Борисович Зимин, который подтвердит, что акции «ВымпелКома» покупали пенсионеры. Всё в наших руках — у нас тоже есть пенсионеры, у нас тоже есть средства и достаточно богатые компании. Может быть, они не так богаты сегодня, но мы можем вспомнить, как они были богаты совсем недавно. У нас есть, как мне кажется, возможность организовать так, чтобы пенсионные деньги стали сильным активом и основой длинных денег. И это не единственная возможность, в экономиках других стран в тех же целях используют страховые деньги. Не имея длинных денег, нельзя финансировать модернизацию, нельзя развивать банковский сектор.

Аутсорсинг — это проблема нашей финансовой системы, от него надо избавляться и предпринимать усилия, чтобы иметь свои длинные деньги.

С. П. Капица

Я хочу задать такой вопрос. Если мы пойдем по пути энергетического развития, — нам более или менее известно, что можно в результате ожидать. Но существует, по-моему, такой глобальный переход от количественного роста к качественному, а это всё-таки связано со знаниями, с инновационным процессом и пр. Здесь у России есть задел, правда, мы его изрядно профукали. Но система образования всё-таки еще сохранилась. Есть какой-то энтузиазм у людей, у молодёжи в первую очередь, которых можно использовать в этом отношении. Но им надо дать эту возможность — сможем ли мы это сделать? Иначе произойдёт распад, сколько бы нефти и газа мы не добывали. Повторю, есть некий сигнал истории о том, что в мире происходит переход от количественного роста, завершающегося сейчас по главным параметрам, к качественному росту.

Мне хотелось бы услышать ответ на этот вопрос. Кстати, Индия в этом отношении интереснее Китая. Она экспортирует software на 50 миллиардов, а мы, по-моему, меньше чем на миллиард, хотя наши ребята работают во всех крупных фирмах за границей, в том числе Google, Microsoft и других подобных гигантах.

Д. Б. Зимин

Позвольте сказать несколько слов в продолжение темы, которую затронул Сергей Петрович. Когда я слышу разговоры о светлом либо энергетическом, либо финансовом будущем страны, у меня возникает некое смущение, поскольку мне кажется, что судьба страны в решительной степени зависит от того бесконечно узкого слоя людей, которых мы называем интеллектуальной элитой, — от состояния «мозгов». На самом деле людей, которые определяют будущее страны, наверное, во всём мире очень немного: по разным оценкам, это процент, в лучшем случае — единицы процентов. Причём состояние элиты со временем меняется.

Говорят, что биологическая эволюция человека завершилась. На самом деле известно, что не очень-то завершилась. То же самое IQ американской элиты меняется, причём меняется, по-моему, с темпом одна-две единицы за поколение. Происходит разрыв между верхними слоями общества и маргиналами. Мне кажется, что основная беда нашей страны состоит в том (я сужу по студентам, которых мы поддерживаем), что у нас этому узкому слою интеллектуальной элиты крайне неуютно. Многие из них уезжают. А я еще раз хочу сказать, что будущность наша и наших детей зависит, во-первых, от этих «мозгов», а во-вторых, — в какую среду



Д. Б. Зимин

они погружены. А вот среда им кажется в высшей степени неудобной.

Я, например, не представляю, о чём можно говорить, если у нас не будет нормальной судебной системы. Говорили о морально-нравственном климате. Мы сталкивались с ситуацией, когда люди говорят, да есть идеи, но я всё-таки зарегистрировал компанию в Калифорнии, а не здесь. Есть вещи, которые лежат на поверхности.

О. В. Вьюгин

Дмитрий Борисович, существуют какие-то исторически сложившиеся процессы. Наука в Советском Союзе была интеллектуальным занятием, отдельным от практики. И до сих пор нет отработанных механизмов, транспортирующих большие изобретения в практическую область. А там

это умеют делать, поэтому люди туда и уезжают. Их голова находит там признание через цепочку внедрения и, естественно, компенсацию за идеи.

Виктор Меерович (В.М. Полтерович, академик РАН. — Ред.), Вы что-то хотите сказать?

В.М. Полтерович

Сергей Петрович и Дмитрий Борисович затеяли дискуссию, и трудно удержаться, чтобы не сказать несколько слов по этому поводу.

Проблема России — это, вообще, проблема любой догоняющей страны, хотя у каждой догоняющей страны свои особенности. А что происходило со странами в последние 60 лет? Не могу нарисовать соответствующую кривую распределения — опишу её примерно.

Впереди по ВВП на душу населения — это ключевой показатель, — как всем известно, идут США. Это примерно 44 тыс. долларов на душу населения по паритету покупательной способности. В группе европейских стран этот показатель составляет где-то в среднем 70–80% от показателя США. В группе, условно говоря, латиноамериканских стран, к которой примыкаем и мы, — порядка 20–30%. Далее идёт хвост более бедных стран.

На протяжении последних 60 лет эта кривая эволюционировала примерно так. Европа в среднем оставалась на прежнем расстоянии от США; группа латиноамериканских стран не приближалась к США, т.е. они развивались, но в относительном измерении, и ВВП на душу населения оставался приблизительно на одном расстоянии от ВВП США. Некоторые страны, типа Аргентины и Чили, сильно сдавали, ухудшали свое положение. Я специально называю Чили, потому что Чили кажется страной с прогрессивными реформами, но Чили не может организовать механизм догоняющего развития. Очень серьёзно отставала группа африканских стран. И, кстати, Индия, если не брать последние десять лет.

Здесь постоянно приводят в пример Китай и Индию — замечательные примеры, только не надо забывать, что в Китае ВВП на душу населения примерно в 3 раза меньше, чем у нас, а в Индии — в 2 раза меньше, чем в Китае. Индия потрясающе бедная страна, несмотря на все свои успехи в новых технологиях, — в действительности это даже не копирование, а просто работа под непосредственным руководством американских компаний.

К чему я это говорю? Задача догоняющего развития настолько сложна, что подавляющее большинство стран с нею не справляются. Справились лишь несколько стран, так называемые «восточноазиатские тигры» —



В.М. Поттерович

Япония, Южная Корея, Тайвань, маленькие страны-города Гонконг, Сингапур. Задачу догоняющего развития немного в другом ключе решили в прошлом бедные европейские страны типа Португалии, Греции, Ирландии (Ирландия обогнала здесь большинство европейских стран).

Чтобы понять, что нам делать, надо обратиться к опыту успешных стран. Чем они взяли, в чём там дело, какую политику они вели, которая позволила им действительно совершить рывок? А рывок совершался обычно, скажем, за 30 лет, иногда меньше. Япония стартовала после войны, и к 1970-м годам достигла уровня европейских стран. А начинала примерно с нашего уровня, т.е. с уровня 25% от американского ВВП.

Есть несколько общих элементов в политике успешных стран, один из них — я был счастлив услышать это не очень популярное слово

в одном из выступлений — имитация, имитация технологий. Ни одна из этих стран не демонстрировала никаких чудес в инновационном развитии, но механизм заимствования технологий и институтов был создан. Этот механизм довольно сложный, и заимствовать его непросто. Подавляющему большинству стран и технологические, и институциональные заимствования не удаются. Одна из наших бед состоит в том, что мы до сих пор не научились это делать.

Кстати говоря, успех Советского Союза — относительный успех Советского Союза, потому что Советский Союз создавал не общество потребления, а мощную военную державу, — был именно в этом. Была создана действительно мощная держава. Успех был основан, прежде всего, на последовательной имитации, заимствовании западных технологий. Заимствования — вот основа. А мы — в этом вина, надо сказать, в значительной степени интеллигенции, т.е. нас — постоянно думаем, что можно совершить большой скачок. Мы постоянно уверены, что можно пройти через стадии, и начинаем внедрять институты, которые совершенно не могут прижиться в России.

Эту тему я детально изучаю много лет. Число таких институтов значительное, и оно растет. Приведу примеры. Мы создавали мощный рынок ГКО, — что из этого получилось? Вспомните, у нас был пятиуровневый прогрессивный налог на доходы физических лиц. Сколько нужно было времени на то, чтобы заполнить эту декларацию! У меня уходил день. Мы создавали рыбные аукционы, — где они сейчас? А сколько было шума по этому поводу! Сейчас у нас создали АИЖК — Агентство по ипотечному жилищному кредитованию. Это же сестра американской «Fannie Mae» (крупнейшая ипотечная компания США, обанкротившаяся осенью 2008 г. — Ред.). АИЖК фактически банкрот, как мы знаем, как и «Fannie Mae».

Попытка необоснованно прыгнуть вперед, минуя промежуточные стадии, — одна из основных типичных ошибок не только для России, а для большинства развивающихся стран, где создан определённый слой интеллигенции, очень узкий, как было совершенно справедливо сказано. Эти интеллигенты чувствовали себя отнюдь не хуже американцев или англичан. Мы говорим на русском языке не хуже, чем они по-английски, но на английском часто гораздо лучше, чем они на русском. И чувствуем себя, немножко пообщавшись, почти вровень с ними. Нам кажется, ничего не стоит взять и у нас создать то, что есть у них, но в действительности это оказывается невозможным. Очередной провал — и мы у разбитого корыта.

Сегодня многие говорили, что у нас нет культуры, — нет, кстати говоря, сберегательной культуры, нет долговой культуры, нет правовой культуры. Эта культура создавалась на Западе годами, и не просто так, а с помощью определенных институтов. И если уже возвращаться к каким-то финансовым институтам, то я должен сказать, что значительную роль в формировании современного корректного долгового поведения и поведения, связанного с накоплением, — сберегательного поведения, — сыграли очень простые институты, с которых собственно всё и начиналось. Это кредитные кооперативы и строительные кооперативы.

Кредитные кооперативы и строительные кооперативы возникали и в России, но массового развития не получили. А между тем ипотечные институты во многих странах начинались с ссудно-сберегательных институтов — с кооперативов. В Англии кооперативы возникли в 1775 году, и в 1820–1870 годах там уже было 3 тыс. строительных обществ. Общества были по-разному устроены, но это прямые наследники тех самых кооперативов. То же самое — в США.

В чём преимущество этой формы организации? Смотрите, в самом простейшем кооперативе собираются люди, которые более или менее знают друг друга. Чем они заняты? У каждого есть какие-то деньги, они выкладывают их на кон, объединяют и покупают дом или квартиру. Тот, кто купил, считается должником. Он выплачивает свои долги. Остальные продолжают копить, и так до тех пор, пока все не получат свою квартиру или свой дом.

В этой простейшей ячейке всё основано на взаимном доверии. Из этих простых ячеек, где люди учились сберегать, учились ответственности, выросли более сложные институты — так называемые строительно-сберегательные кассы, получившие очень серьёзное развитие в Германии. Кстати говоря, возникали в самые критические времена. Германия в 1952 году вылезла, если говорить о строительном рынке, именно на стройсберкассах.

Чем отличается стройсберкасса от обычного банка? Это ипотечный институт, но другого рода. В обычный банк вы приходите и говорите, я хочу купить квартиру, мне нужен кредит. Вам отвечают: есть ли у вас кредитная история, можете ли вы предъявить справку с работы? Не можете — тогда привет, мы с вами не разговариваем, или платите невероятный процент. В стройсберкассах, когда я прихожу и говорю, что хочу получить квартиру, отвечают, пожалуйста, но ты должен накопить деньги в течение пяти лет. Накопи 40% стоимости своей квартиры, будешь

при этом получать ничтожный процент (обычно в стройсберкассах дают от 2 до 4%). И если ты в течение пяти лет регулярно делал взносы, накопил 40%, — значит, ты умеешь сберегать и, скорее всего, сможешь вернуть долг. Тебе выдают кредит 40%, за 20% ты обращаешься в банк. В современных стройсберкассах государство ещё докладывает, даёт дотацию на так называемые стройсбережения примерно 20%, иногда 30%, иногда меньше. Страны, которые начали формирование ипотечной системы именно со стройсберкассы, — а 1990-х годах это были Словакия, Чехия, — добились значительных успехов.

На эту тему можно говорить много и долго. Я хочу только ещё раз подчеркнуть одну простую мысль: будущее нашей страны зависит, конечно, от очень узкой группы профессионалов, но чтобы это развитие было успешным, нужно понять, что наши возможности ограничены.

О. В. Вьюгин

Я так понимаю из Ваших слов, что с фондовым рынком мы поторопились.

Ю. А. Милуков

Можно вопрос? Виктор Меерович, мне показался интересным тезис о том, что многие проблемы России оттого, что мы перескакиваем через ступеньки — теория большого скачка — и преждевременно присваиваем технологии, до которых ещё не доросли. Мне нравится идея о том, что если ты решил заменить русский пирожок сетевым гамбургером, то нечего удивляться отрывке. Но скажите, как быть с ребятами из Североамериканских Соединенных Штатов? Они-то ведь step by step наращивали всю свою гамму финансовых инструментов и настраивали свой финансовый рояль, — почему у них-то кризис полыхнул? Не мы же стали в этот раз источником, не мы же стали первопричиной.

В. М. Полтерович

Я не могу ответить на этот вопрос коротко, потому что у меня есть своя концепция. Я думаю, что в действительности суть кризиса не финансового характера. Это остановка в инновационном развитии. Но развивать этот тезис я не могу, это потребует много времени. Отвечу косвенно. Нам важно понимать, что мы не должны принимать участие в этом рискованном мероприятии. Они пробовали применить разные системы деривативов — там деривативы чуть ли не пятой степени, четвертой точно. Им

это не удалось. Почему мы должны в этом участвовать и страдать? Пускай они занимаются этим.

О. В. Вьюгин

В Вашем ответе ещё раз прозвучало, что поторопились.

Дмитрий Владиславович (Д. В. Тулин — партнер ЗАО «Делойт и Туш СНГ; заместитель председателя ЦБ России в 2004–2006 гг. — Ред.), я так понимаю, Вы с чем-то не согласны?

Д. В. Тулин

Я согласен, что поторопились. Могу объяснить.

Все мы говорим об одном и том же, но исследуем явления с разных сторон. Меня очень задела тема морально-этических ценностей и самокритика, самоуничужение: всё у нас плохо и виной тому наша национальная особенность.

Друзья, коллеги! При 30-летнем опыте работы в секторе финансовых услуг я 10 лет проработал в международных организациях и фирмах в разноразличной, многокультурной среде. Уверяю вас, везде всё примерно одно и то же. Человеческая природа универсальна. Люди в бизнесе движимы теми же мотивациями, инстинктами, что и в обыденной жизни. А инстинкты, — какие они? Кейнс утверждал, — я с ним согласен полностью, — что не все решения принимаются предпринимателями исходя из рациональных расчётов, ожиданий, калькуляций. Невозможно так жить! Он называл эту мотивацию или инстинкт на французский манер: *joie de vivre*. Перевести можно по-разному, буквально: «радость жизни», но это — природная активность. Англоязычный вариант — *fun* (по принципу, мне интересно, я это и буду делать). Доктор Фрейд — он не экономист, но основоположник психоанализа — сказал бы, что такая природная активность тесно связана с основным человеческим инстинктом. Не буду полемизировать с Фрейдом, главное, что такая активность есть, и это мощный стимул развития.

Второй инстинкт — опять же по доктору Фрейду и с точки зрения экономистов — жажда наживы. Как справедливо писал Карл Маркс (цитирую неточно, но близко к тексту), если норма прибыли достигает 300%, нет такого преступления, на которое не пошел бы мировой капитал. Он писал это в середине XIX века, живя не в России, а в Англии, описывая нравы в самой передовой в то время стране. Беглые банкиры, проворовавшиеся кассиры — всё это известно из исторических хроник и из классической мировой литературы. Бежали преимущественно почему-то в Латинскую Америку из Европы. Так что мы не уникальны.



Д.В. Тулин

Третий инстинкт — это страх. Страх смерти по Фрейду, а в бизнесе — страх наказания. Например, страх быть пойманными регулятором рынка или правоохранительными органами. Или риск потерять состояние. Конечно, за рубежом вероятность быть наказанным за совершение каких-то неэтичных поступков выше, чем у нас. Это связано с особенностями работы нашего государства, правоохранительной системы. И поэтому очень многие международные специалисты едут в такие страны, как Россия, потому что здесь можно «развернуться», оставаясь безнаказанными.

Вернусь к жажде наживы. Дело в том, что человек слаб. Любой философ, священнослужитель скажет: да, человек слаб, грешен, подвержен искушениям, соблазнам. Цель государства, интеллектуальной и поли-

тической элиты — создать систему отношений в жизни и в бизнесе, желательно не подвергая человека излишним искушениям, соблазнам. Важна не только неотвратимость наказания, но и отсутствие соблазнов. Закон Гласса-Стигала — это замечательно, иначе коммерческие банки не могут устоять перед соблазном «спекульнуть» и вложить деньги в ценные бумаги, пренебрегая разумной осторожностью.

Современная экономическая система и модель организации финансовых рынков в её нынешнем виде начала формироваться относительно недавно — где-то в конце 1970-х годов, в 1980-е–1990-е годы процесс ускорился. И эта система свободного движения финансовых инвестиций по земному шару, процесс дерегулирования, снятия ограничений на движение спекулятивных капиталов привели к удивительной волатильности рынков. Резко возросли колебания цен на финансовые активы, на товары, которые стали разновидностью финансовых активов, потому что их можно покупать не для потребления или производства, а как финансовые инвестиции. Всё это создало невиданные возможности для быстрого обогащения людей в бизнесе.

Невиданные, — потому что делать такие деньги, как можно сделать сейчас, прежде было невозможно. Раньше человек, топ-менеджер, должен был работать всю жизнь, чтобы к старости скопить какое-нибудь более или менее приличное состояние, обеспечить себя и кое-что оставить детям. Сейчас мечта молодого человека в бизнесе — сделать состояние за 3–5 лет работы и отдыхать всю жизнь на Багамах.

Последние два десятилетия по всему миру наблюдается эрозия морально-этических ценностей в бизнесе. Эрозия — заметная. Это не ворчание немолодого человека, это подтверждается массой фактов, но нет времени на них останавливаться. Специалисты в области «творческой бухгалтерии» и оффшорных технологий родились не в России. Они приехали к нам из-за границы и стали учить наших людей, а люди у нас способные, они всё это грамотно восприняли, даже ещё и развили. Так что никаких комплексов неполноценности у российских людей быть не должно. Просто нужно создавать систему, предохраняющую людей от сомнительных соблазнов.

Что касается выводов и прогнозов, сделанных предыдущими выступавшими о характере и последствиях текущего кризиса, — я согласен с тезисом, что это кризис системный, не циклический. Он, скорее всего, действительно приведёт к разрушению статуса доллара как резервной валюты — не через год и не через два, но приведёт обязательно. Есть ещё

один спорный тезис. Я уверен, опять же коллеги говорили, что экономическую историю человечества можно рассматривать по-разному. Это извечная борьба гедонизма с аскетизмом плюс борьба принципа свободы предпринимательства с государственным вмешательством, потому что люди в своей жажде наживы не могут остановиться, теряют чувство опасности. И только государство в лице его элит — интеллектуальных, политических — может осознать опасность, угрожающую всему социуму, всей экономике, всему рынку и ввести какие-то ограничения на свободу деятельности, которые страхуют экономику и общество от этих потерь и рисков.

Я уверен, что сейчас будет происходить усиление роли государства в регулировании рынков. Уверен в этом совершенно. Более того, я искренне желаю, чтобы мы в России сделали это быстрее, а не ждали, пока, например, это сделают американцы. Почему? Я постараюсь теперь перекинуть мостик к проблеме фондовых рынков.

Почему поспешили с фондовым рынком и почему он так и не развивается? Конечно, правы коллеги, призывающие опираться на внутренние сбережения. Но все люди, читавшие наши учебники по финансовому делу или учебники по Corporate Finance, знают, что согласно классической теории, акция — это прежде всего ценная бумага, финансовый актив, который приносит текущий доход. Все формулы расчёта теоретической цены на акции основаны на принципе капитализации ожидаемых дивидендов. Если по акциям вообще не платить дивиденды, то цена на неё будет падать. Конечно, рыночные ожидания могут приводить к серьёзным отклонениям фактической цены акций от теоретического уровня. Но если цена строится только на ожиданиях, то получается, что торговля финансовыми активами сводится к торговле не доходами, а надеждами и иллюзиями. Это мир виртуальной реальности.

Норма рентабельности капитала 400 крупнейших российских компаний в 2006–2007 гг. составляла около 14%. Это отношение прибыли после уплаты налогов к стоимости чистых активов. В стране высокая инфляция, высокий уровень номинальных процентных ставок. Когда рентабельность капитала компаний составляла 14%, процентная ставка по банковским вкладам, защищённым государственной гарантией, равнялась 10%. Сейчас эта процентная ставка ещё выше — около 15%, а рентабельность предприятий уж точно не увеличилась. Отсюда следует интересный вывод.

По всем известным формулам финансовых вычислений (что по Карлу Марксу, что по модели Гордона-Шапиро¹⁶) теоретическая цена акций российских компаний должна была в 2006–2007 гг. превышать стоимость их чистых активов где-то в 1–1,5 раза. Реально же российские акции продавались на пике ажиотажного рыночного спроса с коэффициентом 3–5 к стоимости чистых активов. Наши владельцы бизнеса отказывались разговаривать с иностранными инвесторами, если множитель был меньше 3. Поэтому крах российского фондового рынка — это всего-навсего коррекция рынка, когда цены опустились до экономически оправданного уровня.

Существуют объективные ограничения для развития фондового рынка в России. Во-первых, это не слишком благоприятные макроэкономические условия. Во-вторых, (и здесь я согласен с коллегами) это культура и традиции. Наши стратегические собственники (и частные владельцы, и государство), выпуская так называемые «народные акции» для миноритарных акционеров, забывают простую истину: у компании есть два основных источника финансирования развития — заёмные средства или размещение акций на фондовом рынке. Капитал, привлекаемый с фондового рынка, по определению относительно более дорогой источник финансирования, потому что инвесторы рассчитывают получать более высокие текущие доходы в виде дивидендов при принятии более высоких рисков. У нас же владельцы компаний считают, что достаточно продать акции и далее не заботиться о выплате дивидендов. Инвесторы, конечно, могут обходиться без дивидендов и год, и два, но затем их ожидания не оправдываются, наступает крах иллюзий и падение цен на фондовом рынке.

Необходимо критически осмысливать, а не слепо копировать мировой опыт. Можно принимать достаточно смелые новаторские решения, — например, реализовать на российской почве идею налога Тобина (налог на операции с иностранными валютами. — Ред.), чтобы ограничить развитие спекулятивных операций на финансовых рынках.

Современная глобальная модель финансового капитализма, в которой процветают спекулятивные финансовые операции, приводит к тому, что

¹⁶ Gordon-Shapiro model — модель постоянного роста (constant-growth model) — модель дисконтирования дивидендов, опирающаяся на предположения: 1) будущие дивиденды растут с постоянным темпом; 2) используется единая ставка дисконтирования.

талантливые выпускники средних школ, поступающие в вузы, мечтают стать не учеными или инженерами-конструкторами и даже не промышленными магнатами вроде Форда или Круппа. Их кумирами в бизнесе стали не создатели, а инвестиционные банкиры. Все хотят работать инвестбанкирами или финансовыми брокерами.

О. В. Вьюгин

Уже не хотят.

Д. В. Тулин

Хорошо, если уже не хотят. Но это только что было. Никто не хотел быть промышленником — все хотели торговать финансовыми активами.

О. В. Вьюгин

Сейчас все станут промышленниками.

Д. В. Тулин

И Слава Богу, нужно создать мотивации для занятия созидательным трудом.

О. В. Вьюгин

Согласен. Их даже создавать не надо, это произойдет само.

Я предлагаю подвести итог. Всё-таки мы не зря обратились к истории. Возможно, несколько поверхностно, но в рамках формата обсуждения. Из выступлений можно сделать вывод, что фондовый рынок — явление не случайное. Это явление системное, серьёзно востребованное, и даёт толчок экономическому росту.

Далее. То, что Россия воспользовалась инструментом фондового рынка, — естественно, потому что Россия как страна, как сказал Виктор Меерович [Полтерович], с догоняющим развитием пытается с разной степенью успеха заимствовать и инструменты, и институты. Вот только хуже всего получается с заимствованием технологических инноваций, но, как говорится, всё впереди.

Россия присоединилась к институту фондового рынка достаточно успешно, правда, к сожалению, тогда, когда этот институт сильно заболел, потому что всё-таки с исторической точки зрения 10–12 лет развития новейшего рынка — это мало, это всего лишь миг. Дмитрий Владиславович [Тулин], по-моему, хорошо рассказал об источнике забо-

левания, источнике вируса. Источник этот, конечно, в регулировании, когда власти фактически пошли на поводу естественных инстинктов и свойств человека. К тому же, можно сказать, регулятор оказался общим для всех, т. е. не было локальных центров, где каждый мог бы действовать соответственно уровню своего развития и выстраивать соответствующие ограничения, — все оказались зависимыми.

Очевидно, эта система изменится. Возможно, не так быстро, но изменится сильно. Это касается и резервной валюты, и правил регулирования, это, по-видимому, касается и этических норм. Как это произойдет, — будет видно.

И последнее. Важный вопрос о том, что нам надо учиться заимствовать не только деньги — это мы хорошо освоили, — но и технологии. К сожалению, фондовый рынок этого не даёт. Он только перераспределяет деньги, а вот заимствование технологий — это, как говорят, из другой оперы.

Может быть, мы поднимем эту тему в клубе, поскольку она и интересная, и очень важная. В качестве примера можно рассмотреть опыт Советского Союза, как происходит имитация технологий в Китае, а также подобный опыт других стран.

Это, пожалуй, главные мысли, которые я услышал сегодня на нашем заседании.

С. П. Капица

По-видимому, в заключение и я должен сказать слово. Мне бы хотелось, чтобы наши обсуждения имели более результативный выход. Сейчас время колоссальной ответственности, особенно у людей, называющих себя интеллектуальным сословием. Сейчас крайне нужны идеи, нужны какие-то предложения — не так важно, заимствованные или незаимствованные, главное, чтобы они были. Правда, весь мир сейчас пребывает в растерянности. Вряд ли «двадцатка» даст ответ на эти вопросы на встрече в Лондоне.

На этом — спасибо всем за участие в обсуждении, и я приглашаю всех на чашку чая.

Письменные выступления участников заседания

Ю. П. Голицын, руководитель историко-информационного центра ММВБ

Сегодня уже говорили, что в этом году мы празднуем 200-летие российского фондового рынка. За такой длительный период на рынке происходило множество совершенно разных по значимости событий.

Мне хотелось бы остановиться на нескольких моментах. Во-первых, почему мы начинаем отсчёт именно с 1809, а не с 1769 года, когда был произведён первый внешний заём Российской империи. Прежде всего, это связано с механизмом заимствования. Внешние займы до середины XIX века размещались по следующей схеме. Император подписывал несколько (иногда одну) облигаций очень крупных номиналов, которые передавались европейским банкирам. Последние выпускали от своего имени сертификаты мелких номиналов, распространявшиеся среди желающих выгодно разместить свои капиталы. Но эти сертификаты не обращались внутри России. Поэтому можно говорить, что лишь публичное размещение первого внутреннего займа, пусть и не совсем удачное, стало первым шагом в создании российских ценных бумаг.

Во-вторых, говоря об истории развития в нашей стране фондового рынка, нельзя не сказать об уроках, которые можно извлечь и которые могут быть полезны сегодня. В первую очередь это касается использования ценных бумаг в ходе проведения социально-экономических реформ. Наверное, все помнят, что во время отмены крепостного права правительство взяло на себя обязанность рассчитаться с помещиками за предоставляемую крестьянам землю. Но, видимо, не все знают, что оно расплачивалось не «живыми» деньгами, а специальными ценными бумагами — «выкупными свидетельствами», которые помещики не имели права реализовывать 20 лет, чтобы не обрушить рынок. Таким образом, в момент бюджетного дефицита правительство не стало накачивать экономику деньгами, а использовало ценные бумаги.

Ещё один пример эффективного использования ценных бумаг с выводением на рынок их новой разновидности — строительство в России железных дорог. Для привлечения инвесторов, в первую очередь иностранных, в эту область индустрии правительство гарантировало доходность облигаций, выпускавшихся отдельными железнодорожными компаниями. И, несмотря на определённые злоупотребления в некоторых акционерных обществах, такой подход себя полностью оправдал: в стране не только была

построена крупнейшая в Европе железнодорожная сеть, но и на новый технологический уровень поднялись все связанные с железной дорогой отрасли промышленности.

В конце 1880-х — первой половине 1890-х годов было выпущено несколько так называемых «золотых» займов, что позволило казне создать дополнительные запасы золота и в дальнейшем С. Ю. Витте успешно провести денежную реформу и ввести золотой червонец. В то же время, когда в годы первой революции возникла угроза отмены золотого валютного обращения, именно выпуск нескольких внутренних и внешних займов позволил стабилизировать ситуацию. Это лишь несколько случаев удачного использования правительством Российской империи механизмов и инструментов фондового рынка.

В-третьих, обратный пример даёт советское правительство. Уже в январе 1918 года Совнарком издал декрет об аннулировании государственных долгов — в первую очередь внешних — своих предшественников. Этим было надолго подорвано доверие не только внутренних, но и внешних инвесторов. Более того, военная интервенция, предпринятая Францией и Великобританией, была направлена не против революционного правительства как такового, о чём долгое время писала советская историография. Нет, это была попытка крупнейших кредиторов заставить должника выполнить свои обязательства. В этом не было ничего необычного, подобным мерам с введением внешнего финансового управления в конце XIX — начале XX века подвергались Венесуэла, Египет, Турция. Но это был первый случай дефолта со стороны «великой» державы.

Это радикальное действие имело для социально-экономического развития страны ряд негативных последствий. Здесь можно говорить и о финансовой блокаде со стороны стран-кредиторов, и о невозможности получения новых внешних займов. Неслучайно практически единственной страной, предоставлявшей СССР кредиты в 1920-х — начале 1930-х годов, была Германия, с которой проблема дореволюционных долгов была решена по Раппальскому договору 1922 г. В результате советское правительство было вынуждено обратиться к внутреннему финансовому рынку. Характерно, что первый денежный внутренний заём, подписанный В. И. Лениным, распространялся принудительно среди «классово чуждых», но ещё имевших деньги слоёв. Затем появились несколько «крестьянских» займов, а когда и этот источник был исчерпан, пришлось вновь использовать принуждение. Если оставить за скобками политическую составляющую, то процесс коллективизации

сельского хозяйства напрямую связан с невозможностью получения Советской властью кредитов как за рубежом, так и внутри страны.

В заключение хотелось бы ещё раз подчеркнуть, что, хотя проведение прямых параллелей между историческими и современными событиями не совсем корректно, но приведенные сегодня примеры говорят о том, что на современном этапе развития необходимо более глубоко изучать и преподавать историю российского фондового рынка.



Президент **С. П. Капица**
Никитского клуба

Вице-президент, **Н. М. Румянцева**
Исполнительный
директор

телефон 705-96-73
факс 204-48-40

эл. почта: nikitskyclub@micex.ru

<http://www.nikitskyclub.ru>

Сайт разработан и поддерживается ООО «Интернет Фабрика»
<http://www.ifabrika.ru>

Никитский клуб

Н62 Цикл публичных дискуссий

«Фондовый рынок России: от истории к современности».

Выпуск 42. —М., 2009.— 64 с.

ISBN 5-8341-0094-5

В данном выпуске представлена стенограмма совместного заседания Никитского клуба и Московской межбанковской валютной биржи, посвящённого юбилеям событий, связанных с историей российского финансового рынка.

В 1699 году, 310 лет назад, Петр I издал Указ о создании купеческих торговых (предшественников акционерных) компаний; в 1729 году, 280 лет назад, принят первый Устав о векселях. В 1769 году, 240 лет назад, осуществлен первый внешний заём, а в 1809 году, 200 лет назад, — первый внутренний государственный заём Российской империи, с которым связано начало российского внутреннего фондового рынка. В 1824 году, 185 лет назад, была создана Особенная канцелярия по кредитной части Министерства финансов, в обязанности которой входил надзор за рынком ценных бумаг, деятельностью банков и первыми биржевыми площадками. В 1864 году, 145 лет назад, открыт первый коммерческий банк и выпущен первый выигрышный заём — самая популярная ценная бумага Российской империи.

Исторический экскурс дал повод участникам заседания обсудить современное состояние российского фондового рынка и перспективы его развития в условиях мирового кризиса.

ББК 65.9(2)-97; 65.262.2;
65.012.2;
63.3(2)52

Никитский клуб

Цикл публичных дискуссий

«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 42

«Фондовый рынок России: от истории к современности»

Редактор выпуска Н. М. Румянцева, редактор В. Ю. Григорьева

Вёрстка А. Ю. Ларионов

Подписано в печать 09.06.2009.

Формат 70x100/16. Бумага мелованная. Гарнитура «Гарамон».

Усл.-печ. л. 5,55. Заказ 03389. Тираж 1000.

Отпечатано в ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа».

125009, Москва, Большой Кисловский переулок, 13

ISBN 5-8341-0094-5

© ММББ, 2009

© Никитский клуб, 2009