

НК Клуб
Никитский

Цикл публичных дискуссий
«Россия в глобальном контексте»
Выпуск 21

**Стратегия развития
фондового рынка
России**

Москва ■ 2005

Никитский клуб

Н62 Цикл публичных дискуссий
«Россия в глобальном контексте» Выпуск 21
Стратегия развития фондового рынка России — М., 2005.—64 с.
ISBN 5-8341-0074-0

Выпуск посвящен обсуждению перспектив развития российского фондового рынка. Участники рассмотрели проблемы развития инфраструктуры рынка, законодательного обеспечения, доверия между властью и бизнесом. В обсуждении приняли участие законодатели, ученые, представители профессиональных участников фондового рынка.

ББК 65.262.2;65-9(2Рос)-56

Никитский клуб
Цикл публичных дискуссий
«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 21
Стратегия развития фондового рынка России

Редакторы Н.М. Румянцева, В.Ю. Григорьева
Вёрстка М.Ю. Иванюшин

Подписано в печать 27.01.2005
Формат 70x100/16. Бумага мелованная. Гарнитура «Гарамон».
Усл.-печ. л. 5,5. Заказ 01696. Тираж 1000.
Отпечатано в ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа».
125009, Москва, Большой Кисловский переулок, 13

ISBN 5-8341-0074-0

© Никитский клуб, 2005

Президент **Сергей Капица**
Никитского клуба

Вице-президент, **Наталья Румянцева**
Исполнительный
директор

телефон 705-96-73
факс 204-48-40

эл. почта: *nikitskyclub@micex.ru*

<http://www.nikitskyclub.ru>

ДЕКЛАРАЦИЯ Никитского клуба

Никитский клуб — это частная инициатива ученых и предпринимателей, обеспокоенных судьбой российского общества и государства. Это стремление объединить интеллектуальные силы России как активный ресурс развития страны. Это гражданская ответственность ученых и деловых людей в общественном диалоге по актуальным для России проблемам.

Миссия Никитского клуба

Клуб видит свою миссию в том, чтобы консолидировать интеллектуальные ресурсы. В условиях системной трансформации власть, как правило, вынуждена действовать не столько по глубоко продуманному плану, сколько по обстоятельствам. Вопросы стратегии и глобальное видение проблем остаются вне поля зрения. Между тем, ошибки будущего рождаются в настоящем. Гражданская инициатива Никитского клуба состоит в том, чтобы общими усилиями научных, политических и предпринимательских кругов помочь обществу осознать себя и сформулировать приоритетные для страны позиции собственной стратегии развития в глобальном мире.

Цели Никитского клуба

- *консолидация* вокруг Клуба ответственных профессионалов;
- *создание* форума для обмена мнениями по важнейшим вопросам жизни общества;
- *содействие*:
 - формированию культуры независимых экспертных оценок и исследований;
 - формированию культуры глобального мышления;
 - формированию идеологии преемственности, социального партнерства, ответственности;
 - осознанию интересов России и вытекающей из них политики в различных сферах жизни;
 - просвещению общества в сфере глобальных тенденций развития цивилизации.

Задачи Никитского клуба

- создание авторитетной независимой организации, формулирующей приоритеты в развитии страны;
- влияние на формирование текущей политики в различных областях жизни посредством непредвзятого и независимого анализа проблемы.

Методологические принципы

В основу работы Никитского клуба положены методологические принципы Римского клуба:

- междисциплинарный подход к современным проблемам страны и человечества;
- глобальная перспектива при исследовании проблем и ситуаций;
- сосредоточение на долгосрочных и комплексных проблемах.

Формы работы

Клуб допускает в своей работе все формы общения, обеспечивающие свободную, квалифицированную и авторитетную дискуссию, включая:

- независимые исследования и доклады;
- круглые столы, конференции;
- печатные издания, в том числе регулярное издание выпусков Никитского клуба;
- СМИ и сеть Интернет.

Круглый стол
«Стратегия развития
фондового рынка России»

15.01.2004 г.

Выступления

Аксаков Анатолий Григорьевич,
заместитель председателя Комитета ГД РФ по экономической политике
и предпринимательству

Генкель Ангелика,
финансовый аналитик Альфа-Банка

Горяев Алексей Петрович,
профессор Российской экономической школы (РЭШ)

Григорьев Леонид Маркович,
президент Института энергетики и финансов

Данилов Юрий Алексеевич,
старший советник Центра развития фондового рынка

Зубов Валерий Михайлович,
первый заместитель Комитета ГД РФ по кредитным организациям
и финансовым рынкам

Кокорев Ростислав Александрович,
заведующий сектором Бюро экономического анализа

Луков Вадим Борисович,
Посол России в Королевстве Бельгия

Овчарова Галина,
приглашенный профессор Российской экономической школы (РЭШ)

Потемкин Александр Иванович,
генеральный директор Московской межбанковской валютной биржи

Рыжов Юрий Алексеевич,

президент Международной инженерной академии

Тамбовцев Виталий Леонидович,

профессор экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

Шенцис Борис Давидович,

заместитель начальника Департамента корпоративного управления
Министерства экономического развития и торговли (МЭРТ)

Энтов Револьд Михайлович,

председатель Учебно-методического совета, заведующий кафедрой те-
ории денег и кредита Высшей школы экономики (ВШЭ), заведую-
щий сектором финансового рынка ИМЭМО РАН

Круглый стол вел академик РАН **Р.М. Энтов.**

Ю.А. Рыжов

Уважаемые коллеги, я предлагаю приступить к работе и хочу извиниться, что в отсутствие президента нашего клуба Сергея Петровича Капицы выполняю возложенную на меня обязанность открыть обсуждение столь далекой от меня темы. Степень удаленности проиллюстрирую на жизненном примере. Сегодня в разговоре с одним молодым человеком я сказал, что в 1984 г. работал в КБ. Молодой человек спросил: «В каком коммерческом банке?» — «Банк тут не причем», — ответил я, — «в КБ Туполева». Вот так за какие-то 15 лет совершенно изменилось значение популярной аббревиатуры.

У меня же с темой «Стратегия развития фондового рынка России» связаны лишь туманные представления, что якобы власть при неустойчивых установках может сделать с фондовым рынком все что угодно.

После такого заявления непрофессионала я хочу передать бразды правления Револьду Михайловичу Энтову, заведующему сектором финансового рынка ИМЭМО РАН, академику РАН. Но сначала слово хозяину дома — Александру Ивановичу Потемкину, генеральному директору ММВБ.

А.И. Потемкин

Юрий Алексеевич прав: одна из важных проблем, с которой мы нередко сталкиваемся — это вопрос терминологии. Рассуждая о фондовом рынке, необходимо четко представлять, какими понятиями мы оперируем и каких целей хотим достичь. В этом смысле для нас (для тех, кто занимается данным предметом профессионально) сегодняшняя встреча очень важна. И прежде всего тем, что есть возможность поговорить на интересующую нас тему с академической элитой, а также с представителями соответствующих государственных институтов. Объяснить, чего мы хотим, узнать, как элита понимает задачи фондового рынка России, уяснить принципиальные вопросы стратегии развития этого рынка и т.д. Подобные вопросы поднимались на специальном заседании Правительства в ноябре 2004 г.

Итак, основная тема нашего разговора сегодня — стратегия развития фондового рынка России. В Никитском клубе сложилась хорошая традиция, когда при обсуждении той или иной проблемы намечаются наиболее важные и конкретные темы (вопросы) для дискуссии, на которых желательно сосредоточиться и получить если не четкие ответы, то, по крайней мере, общее понимание проблем. Возьму на себя смелость обозначить эти дискуссионные темы.



А.И. Потемкин и Ю.А. Рыков

Прежде всего речь идет о самом фондовом рынке — для чего он нам нужен и каково его значение? Совсем недавно Мировой банк провёл исследование, с помощью которого на примере 175 стран за 15-летний период времени предпринял попытку определить, какое значение фондовый рынок имеет для экономического развития стран, где этот рынок функционирует. Выводы получились вполне конкретные: вклад фондового рынка в экономический рост оценивается долей, составляющей 36%.

Таким образом, экстраполируя, можно предположить, что если мы не уделим должного внимания значению нашего фондового рынка, это будет нам стоить примерно 30% роста ВВП. Поэтому меня очень радует, что на заседании Правительства — и это, может быть, главный результат обсуждения проблем развития фондового рынка — была поставлена задача создать проект этого документа в первом квартале 2005 г. Понятно, что такой документ готовится не только в Правительстве или в узких кругах профессионального сообщества. Вполне очевидно, что разработка этого документа требует широкой дискуссии в обществе.

Следующая тема, которая мне кажется важной и о которой тоже было сказано на заседании Правительства — конкурентоспособность

российского фондового рынка. На этом заседании О.В. Вьюгин* выразил озабоченность по поводу того, что Россия сильно проигрывает в этом секторе экономики. В частности, по его словам, около 70% общего оборота российского фондового рынка сегодня формируется на зарубежных фондовых площадках. Год назад цифры были другими: около 40% оборота — за рубежом, остальное в России.

Как всегда в таких случаях, цифры — лукавая вещь, и я не стал бы придавать большое значение именно уровню оборота, но вопрос, безусловно, актуален. Но, по-моему, дело здесь не в соотношении. Потому что, с одной стороны, за цифрами стоят вполне конкретные обороты определенных эмитентов, их акции и облигации. Выход с еврозаймами на зарубежный рынок дает нашим крупным предприятиям возможность привлекать инвестиции, что само по себе хорошо. С другой стороны, оборот акций, постепенно перемещающийся с российских фондовых площадок на зарубежные, даже с точки зрения неспециалистов, не является хорошим признаком. Что же стоит за этой озабоченностью, какие проблемы возникают?

По моему мнению, собственно сами цифры иллюстрируют следующее: так, на ММВБ зарегистрировано порядка 300 эмитентов, выпустивших на сегодняшний день либо облигации, либо акции, либо то и другое. Я не думаю, что за пределами ММВБ есть еще какие-то бумаги, действительно заслуживающие право называться рыночными, биржевыми. Конечно, акционерных обществ в стране гораздо больше, но тех, кто способен быть публичными компаниями, выпускать свои бумаги, — порядка 300. Из этих 300 и на ММВБ, и на РТС, и, наверное, за рубежом, в наиболее ликвидной форме обращаются бумаги 10–15, максимум 20 эмитентов — это голубые фишки. И то, что сегодня международный оборот этих 15 эмитентов за рубежом больше, чем на наших биржах, еще не трагедия.

Суть проблемы, с моей точки зрения, связана с глубиной развития рынка и наличием необходимой инфраструктуры. Что я подразумеваю под глубиной? Приведу один цифровой, но, по-моему, очень иллюстративный пример. Я не буду сравнивать Россию с Китаем или с США, и даже с Великобританией. Сравню её с Испанией. В настоящее время население Испании составляет 40 млн. человек, в России — порядка 140. ВВП Испании — где-то 800–900 млрд. долл., а ВВП России — 550.

* Руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам России — *ред.*

Конечно, обидно, что в Испании больше, но цифры все-таки сопоставимы. А вот по глубине развития рынка имеем следующие данные: в России обращается порядка 300 инструментов рынка ценных бумаг, в Испании же около 3200 (эту цифру совсем недавно мне назвали испанские коллеги), то есть в десять раз больше.

Теперь сравним по оборотам. Так, оборот ММВБ плюс РТС, плюс оборот других заслуживающих внимания участников рынка ценных бумаг составляет порядка 350 млрд. долл. в год — плюс-минус, поскольку я приблизительно оцениваю оборот за пределами ММВБ (на ММВБ оборот в этом году составит около 200 млрд. долл., включая госбумаги). В Испании — 4 трлн. долл., т.е. больше, чем в 10–15 раз. Если при таких темпах развития российского рынка ценных бумаг мы увидим, что эти обороты, эти объемы и эти эмитенты перемещаются за рубеж, — вот в этом и будет большая проблема. Пока же речь идет только о тревожных признаках, о тенденции перемещения рынка в офшор. В этом смысле мои оценки полностью совпадают с оценками ФСФР.

Следующее, о чем я хочу сказать, — это о финансовой инфраструктуре, поскольку именно развитая инфраструктура рынка определяет его конкурентоспособность. Здесь я не могу позволить себе растекаться мыслью по древу, разговор достоин специальной дискуссии, надеюсь, присутствующие выскажутся по этому поводу. Упомяну только, что сегодня сложился символический предмет обсуждения, напрямую затрагивающий вопрос об инфраструктуре фондового рынка, — Центральный депозитарий. Эту благодатную тему я хочу передать кому-нибудь другому, скажу только пару слов: в идее Центрального депозитария, как на лакмусовой бумажке, можно увидеть все проблемы неразвитости российской инфраструктуры. Национальный депозитарий — институт, уже существующий в странах Восточной Европы, не говоря о странах развитых. Мы же всё никак не можем договориться, что это такое и как нам его создать. Ну никак не можем, хотя разговоры об этом ведутся очень давно.

Далее хочу отметить значимость законодательного обеспечения фондового рынка. Наверняка об этом скажут и другие выступающие, поскольку ясно, что без долгосрочной, долговременной программы формирования законодательства не может существовать такой сложный механизм, такая система, как фондовый рынок.

И, наконец, последняя тема, которую, как мне кажется, необходимо затронуть в сегодняшней дискуссии, — вопрос о доверии между властью и бизнесом. Неопределённость в этих вопросах лихорадит и нарушает состояние фондового рынка, провоцирует многие проблемы,

в том числе и желание эмитентов и инвесторов переместиться за рубеж, уйти в офшор. Эта тема, конечно, заслуживает отдельного внимания, и я также выношу её на обсуждение.

Вот, пожалуй, коротко о главных вопросах, которые хотелось бы сегодня обсудить и услышать по этому поводу мнение присутствующих. Со своей стороны — со стороны руководителя ММВБ — хочу сказать, что мы рассматриваем развитие фондового рынка как тему, определяющую всю среду, в которой будет дальше развиваться Группа ММВБ. В этом смысле мы не считаем, что только Биржа способна сформулировать все основные задачи и цели, стоящие сегодня перед российским фондовым рынком. Для нас, как одного из ведущих инфраструктурных институтов фондового рынка, важнее всего понять, в каком направлении рынок будет развиваться и каково мнение общества, государства, бизнес-сообщества по этому вопросу. Мы всегда сможем приспособиться к той стратегии, которую вместе сформулируем. Поэтому ждем от вас встречных идей и предложений.

Р.М. Энтов

Спасибо, Александр Иванович, Вы выдвинули ряд достаточно серьезных вопросов.

Список присутствующих на нашем заседании экспертов, который лежит передо мной, наверное, сделал бы честь любой команде, исследующей серьезные проекты. Для начала я предлагаю предоставить слово базовым выступающим — Анатолию Аксакову и Юрию Данилову.

Пожалуйста, Анатолий Геннадьевич Аксаков, заместитель председатель Комитета Госдумы по экономической политике и предпринимательству, первое слово Вам.

А.Г. Аксаков

Я благодарен организаторам Никитского клуба, руководству Никитского клуба за возможность принять участие в обсуждении этой темы.

Я присутствовал на заседании Правительства, когда обсуждалась ситуация на фондовом рынке, перспективы фондового рынка, и к своему удовлетворению услышал поручение М. Е. Фрадкова разработать и написать стратегию развития фондового рынка. К удовлетворению — поскольку еще с начала текущего года на различных форумах и в средствах массовой информации я несколько раз ставил вопрос о необходимости разработки такой стратегии, которая, должна быть увязана со стратегией развития банковского сектора. Вообще, финансовый рынок очень трудно разорвать на части. На мой взгляд, было бы

правильным создать в целом стратегию развития финансовой системы России и уже в рамках этой стратегии рассматривать развитие различных её секторов или подсистем.

С моей точки зрения, оценки О. В. Вьюгина по поводу фондового рынка, о чем уже говорил Александр Иванович, — о том, что этот рынок перемещается за рубеж из-за слабого законодательства, из-за недостаточно развитой инфраструктуры и по причине отсутствия необходимого количества финансовых инструментов, — правильные. Действительно, фондовый рынок перемещается за рубеж, и в последнее время это происходит более активно.

Александр Иванович завершил свое выступление темой доверия бизнеса и власти. Я бы эту проблему вообще поставил на первое место, поскольку от неё во многом зависит ситуация на фондовом рынке. Капитализация российского фондового рынка в начале текущего года составляла примерно 200 млрд. долл., в конце года даже немного меньше. Хотя и наблюдался рост внутреннего валового продукта, наверное, в отдельных компаниях росла прибыль, какие-то новые компании стали выходить на этот рынок, — тем не менее капитализация упала, и это связано с проблемами взаимоотношения бизнеса и власти.

Поскольку в зале присутствуют журналисты, я бы хотел, чтобы активнее прозвучала тема амнистии капиталов, амнистии приватизации, амнистии неуплаченных налогов. Нужно задать какой-то срок, — скажем, первый квартал следующего года, — и осуществить эту широко-масштабную операцию. На мой взгляд, в результате такого действия со стороны руководства страны доверие к нам сразу бы повысилось. Я уверен, это скажется и на ситуации на фондовом рынке.

Теперь о том, что, с моей точки зрения, необходимо отразить в стратегии. Первое, о чём тоже говорил Александр Иванович, — развитие инфраструктуры. Действительно, необходимо предпринять ряд законодательных шагов, которые позволили бы создать некоторые инфраструктурные элементы. Хочу отметить, что технический и технологический уровень наших бирж, в том числе ММВБ, западные специалисты оценивают очень высоко. Наши биржи по многим позициям ушли далеко вперед по сравнению с западными биржами, и в этом смысле у нас инфраструктура неплохо развита. Есть вполне профессиональные участники, поработавшие на этом рынке. Есть регулятор, научившийся управлять процессами и все меньше допускающий ошибки.

Но тема центрального депозитария действительно крайне актуальна, и сейчас подготавливается соответствующий законопроект. На мой



А.Г. Аксаков

взгляд, при написании данного законопроекта возникли проблемы, связанные с пониманием или с разными подходами к пониманию, что такое центральный депозитарий. Есть подход, в соответствии с которым центральный депозитарий должен выполнять функцию учета прав собственности, и с его помощью должны быть решены проблемы в том числе двойных реестров, проблемы корпоративных войн, — т.е. фактически это своеобразный центральный регистратор. На мой взгляд, именно так и должна быть поставлена задача. Другой подход, обсуждаемый сейчас в том числе представителями различных депозитариев, связан с осуществлением расчетов. Сторонники этого подхода понимают центральный депозитарий как центральный расчетный депозитарий. С моей точки зрения, эти две темы не надо пересекать в одном законе, поскольку мы утонем в дискуссии, а нужный закон — закон именно о центральном регистраторе — не будет принят в необходимый срок.

Сейчас готовится законопроект, который будет регулировать биржевую деятельность. Законодательство, связанное с биржевой деятельностью, будет унифицировано, поскольку в настоящее время деятельность одних бирж регулируется валютным законодательством, других — законом о рынке ценных бумаг, существует еще старый закон, принятый в 1991 г., о товарных биржах. Я думаю, ММВБ тоже принимает активное

участие в подготовке нового законопроекта. Закон о клиринге — то, о чем я говорил: осуществление расчетов. У нас, к сожалению, есть проблема взаимодействия депозитариев, которые работают с одной площадкой, скажем с ММВБ или РТС. Здесь необходимо решить вопросы на законодательном уровне, в том числе с помощью закона о клиринге.

Крайне актуальна проблема новых финансовых инструментов. У нас очень узкий перечень новых финансовых инструментов и для его расширения необходимо принять несколько законопроектов. Я бы их сгруппировал по направлениям.

Первое направление — расширение возможностей рефинансирования различных субъектов хозяйственной деятельности. Эта тема мне близка, недавно я внес законопроект, в соответствии с которым должно появиться четыре новых вида облигаций, в том числе облигации, обеспеченные денежными требованиями. Сейчас законодательство не позволяет выпускать такие облигации. Обеспечением облигаций могут быть либо недвижимое имущество, либо ценные бумаги. Банкиры давно ставили вопрос о том, чтобы можно было выпускать ценные бумаги, обеспеченные денежными требованиями, в том числе полукредиты. Банк предоставил кредиты, у него появился определенный актив, под этот актив он выпускает облигации и занимает деньги на рынке капиталов, расширяя таким образом возможности формирования своей ресурсной базы.

Второе направление — секьюритизация активов. Это похоже на то, о чем я сказал, но есть отличие: например, банк передает этот актив некоему юридическому лицу и так называемое SPV — это юридическое лицо — выпускает ценные бумаги и привлекает деньги на рынке капиталов. Было проведено исследование проблем, мешающих осуществлению секьюритизации активов, на основе которого сейчас определены направления решения этих проблем. Они связаны с гражданским кодексом, с налоговым законодательством, с законодательством о банкротстве, т.е. уже понятен круг законов, которые необходимо принять. Для информации скажу, что создана рабочая группа для подготовки соответствующих законопроектов — пакета законопроектов по развитию секьюритизации.

И третье направление — хеджирование рисков, страхование рисков и оборот так называемых деривативов. Деривативы — финансовые инструменты, которые позволяют осуществлять страхование рисков на срочном рынке. К сожалению, после кризиса 1998 г. рынок срочных валютных инструментов практически полностью переместился за рубеж. Сейчас срочный рынок неплохо развивается на РТС, но сами

участники биржи говорят об ограниченности инструментов, используемых на этой бирже, а внебиржевой срочный рынок у нас практически не развивается, поскольку нет судебной защиты деривативов. Депутаты несколько раз пытались решить эту проблему: подготовили законопроект о производных финансовых инструментах, пытались урегулировать вопрос в соответствующих законодательных актах, однако, к сожалению, правительство выступило против этих документов, и соответствующие законодательные акты не были приняты. Но сейчас — и это зафиксировано в плане работ правительства — уже в достаточной мере понятно, что необходимо сделать для развития срочного рынка, и я надеюсь, ММВБ примет активное участие в этой работе. Мы договорились о том, что необходимо выделить небольшой круг экспертов, поскольку опыт показывает, что для эффективной работы их не должно быть много. Поскольку большой задел уже сделан, рабочая группа, я полагаю, может к весне подготовить пакет документов, которые потом поступят в работу либо в Государственную Думу, либо в Правительство.

Следующая проблема — корпоративное управление, проблема прозрачности на рынке ценных бумаг, которая, на мой взгляд, должна найти отражение в стратегии. Сами финансовые компании часто говорят о необходимости повышения качества корпоративного управления в компаниях-эмитентах, в компаниях, где они состоят членами советов директоров. Но как только речь заходит о соответствующей прозрачности в этих финансовых компаниях — там сразу уходят в сторону, считают, что это не так актуально. На самом же деле это очень важная тема. Она важна еще в связи с тем, что инвестиционные, управляющие компании будут все плотнее работать с населением. Естественно, населению важно знать, видеть, что представляет собой соответствующая компания, как она работает в компаниях-эмитентах, как голосует, какие решения проводит, как устроена работа внутри самой компании. Это будет стимулировать активизацию работу населения с фондовым рынком.

В связи с этим я хотел бы сказать о проблеме использования инсайдерской информации на фондовом рынке. Только в этом году, насколько я помню, у нас в прессе освещено десять скандальных случаев, связанных с использованием инсайдерской информации. Там трудно доказать, что использовалась инсайдерская информация, можно говорить только о подозрениях... Скажем, в этом году Moody's поднял кредитный рейтинг России до инвестиционного. За 15 минут до объявления этой информации широкой публике активно началась торговля на бирже. Ясное дело, что кто-то владел информацией и соответствующим образом вел себя на

бирже. То же самое произошло в прошлом году: Standard&Poors повысил нам кредитный рейтинг и также за некоторое время до объявления активизировались торги на бирже. Еще один такой случай: за две недели до объявления о слиянии Сибнефти и ЮКОСа началась активизация торгов, скупка акций этих компаний, причем, по оценке экспертов, общий заработок, если это можно назвать заработком, составлял примерно 10 млн. долл. при купле-продаже этих бумаг. Поэтому крайне необходимо принять закон о противодействии использованию инсайдерской информации — его по-разному можно называть. Концепция соответствующего законопроекта уже подготовлена, идет работа над законом, и я думаю, что в первом квартале следующего года соответствующий закон будет предложен на рассмотрение Государственной Думы.

Еще одна проблема — я о ней уже немного сказал — это проблема информации, проблема пропаганды работы на фондовом рынке, поскольку главная задача стратегии, на мой взгляд, — решение проблемы трансформации сбережений в инвестиции. Если людям понятно, что такое вклад в банке, они, несмотря на все кризисы и микрокризисы в банковской системе, хранят свои сбережения в банках. Скажем, в начале года объем вкладов составил примерно 1,5 трлн. руб., сейчас уже 1,8 трлн. руб., т.е. люди деньги свои несут в банки. Но за рубежом, в западных странах, люди — обычные физические лица — активно работают на рынке капиталов, отдают деньги управляющим компаниям, работающим на фондовом рынке. Нашему населению не хватает соответствующих знаний, и здесь я рассчитываю на СМИ и на широкую общественность. Надо больше выступать и больше рассказывать о фондовом рынке, о его возможностях — таким образом мы будем вовлекать деньги населения в инвестиции.

Я думаю, мы приняли хорошее решение, и присутствующий здесь Валерий Михайлович Зубов (первый заместитель председателя Комитета ГД РФ по кредитным организациям и финансовым рынкам — *ред.*), предложил законопроект о страховании вкладов населения, который был принят. Это активизирует приток денег населения в банковскую систему. Но одновременно мы с Валерием Михайловичем готовим законопроект о формировании так называемых безотзывных вкладов. В этом законопроекте предусмотрено, что человек будет иметь возможность снять свой вклад не при любом удобном случае, а только по истечении определенного срока, на который он положил свои деньги. Естественно, это оттолкнет часть населения от банковской системы — значит, надо предложить ему другой инструмент, например, фондовый рынок, где можно

заработать существенно больше. Насколько я знаю, паевые инвестиционные фонды приносят большие доходы своим вкладчикам.

Р.М. Энгов

Спасибо, Анатолий Геннадиевич, в Вашем выступлении был дан, как мне кажется, серьезный анализ законодательной инфраструктуры фондового рынка.

Нам бы хотелось послушать также представителя Федеральной службы по финансовым рынкам, и я прошу выступить Юрия Алексеевича Данилова, старшего советника Центра развития фондового рынка.

Ю.А. Данилов

Слушая выступление Анатолия Геннадьевича, я поймал себя на мысли, что перечисленные им проблемы выдвигаются на первый план как наиболее актуальные и в рамках Федеральной службы по финансовым рынкам. Согласие между законодательной и исполнительной властью по поводу дальнейшего развития российского фондового рынка здесь налицо. Могу ошибаться, поскольку протокола решения Правительства я еще не читал, но примерно все те же проблемы отражены в решении Правительства. Перед советниками поставлена задача сформировать текст Стратегии развития финансового рынка*, а ее структура в значительной мере сейчас была приведена.

Заседание Никитского клуба, на мой взгляд, будет очень полезным. Здесь прозвучали слова «научная элита», которая имеет возможность принять участие в формировании этой стратегии. Это вполне реально, более того, я, как человек, который так или иначе будет формировать проект Стратегии, кровно заинтересован в том, чтобы получить для этого как можно больше информации. Я уже ознакомился с материалами, предоставленными Бюро экономического анализа. Здесь присутствуют Леонид Маркович Григорьев, Ростислав Александрович Кокорев — люди, подготовившие очень большой и полезный материал. И этот материал, конечно не в полном объеме, действительно используется.

Другой пример. Канал «Открытая экономика» вместе с Высшей школой экономики будет проводить мозговой штурм, семинар по рынку производных инструментов, по рынку новых инструментов — там тоже наверняка появятся новые идеи, которые будут использованы. И все другие участники Клуба, и вообще в целом представители научной и предпринимательской элиты, на мой взгляд, не только могут, но и

* Внесена в Правительство РФ 1 июня 2005 года.

должны принять участие в разработке положений Стратегии развития финансового рынка.

Я бы остановился более подробно на проблеме доверия. Здесь говорилось о проблеме доверия бизнеса и власти. Полностью готов подписаться под всеми сказанными словами. Но, на мой взгляд, существует еще одна проблема — проблема доверия населения к власти, которая негативно отражается на развитии фондового рынка. Собственно говоря, в течение последних примерно полутора лет российское население, мелкий российский частный инвестор становится по сути дела, основным инвестором на фондовом рынке. Представители биржи, наверное, более подробно могут рассказать, сколько новых счетов открыто у участников торгов, какая часть оборота приходится на сделки, заключаемые частными инвесторами. С качественной же точки зрения я могу констатировать, что действительно российское население, российский частный инвестор становится если не основным, то по крайней мере одним из крупнейших инвесторов на нашем фондовом рынке. И тех 20–30 тыс. человек, располагающих свободным капиталом, все налоговые «наезды» заставляют задуматься, стоит ли дальше инвестировать в ценные бумаги, которые у нас называются акциями, а на самом деле являются опционом на некий набор прав. Причем опционом с другой стороны — опционом, где право находится в руках у государства, которое может дать возможность развиваться любой компании, а может легко его забрать.

Может быть, не в полном объеме, но тот же класс инвесторов больше всего страдает от манипулирования рынком, от использования инсайдерской информации. Если чиновник имеет возможность отдать приказ брокеру за 10 минут до публичного объявления события, он может заработать даже не миллионы долларов — прозвучавшие цифры, на мой взгляд, несколько занижены. По нашим оценкам, по оценкам наших экспертов, в отдельных эпизодах движения рынка на инсайте были заработаны сотни миллионов долларов. Откуда взялись эти деньги? По сути, они украдены у мелких частных инвесторов. Если у инвестора деньги воруют — значит, этот инвестор на данный рынок в следующий раз может и не придти. И непосредственно с этим связана проблема информирования населения. Можно по-разному оценивать результаты пенсионной реформы: скажем, официальные заявления наших должностных лиц осторожные, но в экспертном сообществе пенсионная реформа характеризуется как провальная. Если в пользу частных управляющих сделали выбор всего 3,5% населения, а опросы показывают, что о возможности передачи денег в частное управление

Ж клуб

Нижинский



Фото В. Федорова

Ю.А. Данилов

вообще знало всего 5–7%, то это означает, что государство ничего не сделало для того, чтобы предоставить инвесторам возможность выбора, возможность отнести деньги туда, где можно получить более высокий доход, чем при государственном управлении.

Коснусь затронутых уже сегодня вопросов о биржах и новых инструментах. Должен сказать, что сейчас ФСФР готовит положение об организаторах торговли. Видимо, в скором будущем оно будет принято и опубликовано*. По сути это некий черновой вариант закона о биржах — только в той части, которая касается рынка ценных бумаг. Насколько я понимаю, в дальнейшем при разработке закона будет учитываться мнение экспертного сообщества, в том числе и присутствующих здесь людей. И действительно, закон о биржах будет играть очень важную, системообразующую роль на нашем фондовом рынке, потому что во всем мире сейчас биржи принимают на себя все больше и больше функций. В сущности, это основной институт саморегулирования рынка. Саморегулируемые организации на финансовых рынках сей-

* Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг утверждено Приказом ФСФР России № 04-1245/пз-н от 15 декабря 2004 г.

час, скажем, не модны, что ли, потому что они показали недостаточную эффективность в других странах — в странах с развитыми рынками (в частности, в Великобритании), в странах с развивающимися рынками. Мировое экспертное сообщество пришло к выводу, что в области рыночного саморегулирования наиболее подходящий механизм — биржевой. Биржа выполняет несколько общественных функций — не только организации торговли, поэтому на долю бирж будет приходиться все больше и больше работы по саморегулированию.

О новых инструментах. Буквально сегодня я был на заседании рабочей группы Правительства по повышению эффективности бюджетных расходов (это происходит в рамках административной реформы), и для ФСФР будут установлены целевые показатели, то есть, как должен развиваться рынок, чтобы деятельность регулятора была оценена положительно. Должен сказать, что целый ряд таких показателей касается новых инструментов. Видимо, будут установлены показатели развития рынка ценных ипотечных бумаг, рынка инструментов, выпускаемых в порядке секьюритизации активов, рынка российских депозитарных расписок и так называемых коммерческих бумаг. Правительство установит конкретные целевые показатели, по которым будет отчитываться регулятор. Это означает, что регулятор кровно заинтересован в новых финансовых инструментах. Действительно, развитие новых инструментов, наверное, один из самых сложных вопросов современного российского фондового рынка. В частности, для того чтобы пенсионная реформа развивалась в нужном направлении, необходим широко диверсифицированный портфель инструментов.

К сожалению, предыдущий докладчик не сказал о проблеме, на мой взгляд, очень важной и значимой, и я постараюсь убедить руководство Федеральной службы по финансовым рынкам уделить ей особое внимание при разработке Стратегии. Это проблема стимулирования новых выпусков акций, проблема IPO*. Сейчас предприятия, намеревающиеся привлечь капитал на рынке акций, наталкиваются на множество барьеров. Эти барьеры частично могут быть сняты усилиями регулятора — здесь все рекомендации уже известны. Но вместе с тем без хорошего инвестиционного климата, без наличия просто стимулов предпринимателей к информационной прозрачности своих предприятий рассчитывать на активный процесс привлечения

* Первичное размещение акций.

новых капиталов на рынке акций невозможно. Стратегия — это вроде бы ведомственный документ, но в то же время он охватывает более широкий спектр, чем только отраслевое регулирование финансового рынка. Поэтому я думаю, что эти проблемы там тоже должны быть отражены.

Все перечисленное в программе — это действия Правительства на 2005 год. Что еще, с моей точки зрения, нужно рынку в более долгосрочной перспективе, в 2006–2007 годах? На мой взгляд, нужно создавать систему, похожую на систему страхования банковских вкладов, только, конечно, не страховать инвестиции в ценные бумаги — это глупость. Но некий аналогичный институт, адекватный целям развития фондового рынка, должен быть. Речь идет о системе компенсационных фондов, средства которых могли бы использоваться для покрытия убытков инвесторов, наступивших вследствие нарушения их прав (в результате банкротства брокера, ошибки регистратора, прямого воровства средств клиентов управляющими и брокерами и в других аналогичных случаях). Сейчас в России компенсационных фондов нет. Существует декларация, по-моему, НАУФОР о желании или готовности создать такой фонд, но реально ничего нет. На мой взгляд, для создания таких фондов можно было бы использовать средства, аккумулированные в Стабилизационном фонде. За счет части средств Стабилизационного фонда можно было бы сформировать Федеральный компенсационный фонд, который использовался бы в качестве механизма перестрахования по отношению к частным компенсационным фондам, сформированным СРО. Все предложения об использовании Стабилизационного фонда для инвестиций, я считаю, не соответствуют функциям этого института. А вот создание залоговых и компенсационных фондов не противоречит целям Стабилизационного фонда, поэтому он может быть использован для этих целей, особенно в тех случаях, когда речь идет о страховании иностранных инвестиций и инвестиций частных лиц.

И последнее. Все-таки мы пока все время говорим о достаточно прикладных вещах, о задачах, которые должны быть решены в рамках законодательства. На уровне Никитского клуба, может быть, имеет смысл затронуть еще один вопрос — о функции фондового рынка в экономике. Потому что, к сожалению, значительная часть нашей научной элиты до сих пор считает, что основная цель фондового рынка — предоставлять предприятиям возможность привлекать капитал. В мире существует две крайние позиции: фондовый рынок — либо это

институт для эффективного размещения денег инвесторов, либо (что ближе к нашему пониманию функция фондового рынка) это механизм трансформации сбережений в инвестиции. Но, тем не менее, никто никогда не говорит, что фондовый рынок — для предприятий. В первую очередь фондовый рынок существует для инвесторов. Почему у нас не привилось это воззрение? Видимо, потому что у нас до сих пор не было денег. А когда у нас появляется 10–20–30 тысяч людей, у которых есть деньги и которые инвестируют эти деньги на фондовом рынке, — задача становится актуальной.

Р.М. Энгов

Спасибо за чрезвычайно содержательный анализ проблем регулирования, в том числе саморегулирования фондового рынка.

Прежде чем предоставить слово следующему выступающему, позволю себе небольшое отступление. Мы все любим наш Никитский клуб. Я горжусь своей принадлежностью к Никитском клубу, но иногда нам не хватает фигуры, которая в одной из телевизионных передач называют «свежей головой», взглядом извне.

Сегодня в качестве такой фигуры я пригласил выступить Галину Овчарову. Взгляд извне — прежде всего потому, что Галина окончила Школу бизнеса при Чикагском университете и сегодня является профессором одного из американских университетов. До того она окончила Российскую экономическую школу — наверное, лучшую или, по крайней мере, одну из лучших магистратур страны, и сейчас она — приглашенный профессор РЭШ.

Итак, взгляд профессора американского университета на российский фондовый рынок.

Г. Овчарова

Спасибо, Револьд Михайлович, за такое лестное представление. Начну с того, что в данном случае я — представитель того самого Запада, который обвиняют в развале нашей прекрасной, сильной страны. В Школе бизнеса Чикагского университета мне, что называется, промыли мозги по поводу свободного рынка и всего того, что привело, как считает наше население, к грустным последствиям в России.

Поскольку я действительно из академической среды, то и взгляд на проблемы у меня академический. Обычно я говорю своим студентам: «Ребята, я вас буду учить общим принципам вашего функционирования в нашей экономике. То есть я не могу вас научить, что нужно делать в каждой конкретной ситуации, но я постараюсь вам изложить общие

вещи, которые знаю, и общие принципы, которыми вы должны руководствоваться. Это называется экономический подход». Что такое экономика вообще, я объясняю им просто: это наука о функции полезности, о том, чтобы всем было лучше и чтобы увеличить полезность для всех. Двигаться к этой прекрасной цели можно, когда у людей согласована мотивация, согласованы стимулы движения к этой цели. Отсюда хочется сразу перейти к вопросу, поставленному Александром Ивановичем, — вопросу о доверии.

Какова должна быть, на мой взгляд, роль мегарегулятора, когда он будет пользоваться доверием? Как раз тогда, когда мегарегулятор будет согласовывать мотивацию участников рынка и вообще экономических агентов в нашей стране. Замечу: согласовывать не интересы, потому что интересы у всех разные и согласовать их невозможно, а именно мотивацию, чтобы стимулировать к нужным действиям. Отсюда вытекает задача или стратегическая цель экономики вообще и финансовых рынков, в частности, — согласовывать мотивацию агентов. Для чего ее согласовывать? Чтобы всем стало лучше. Определить, что такое всем лучше, конечно, очень сложно. Можно ограничиться частностью и сказать, что при общих равных условиях, чем больше у всех будет денег, тем всем, наверное, будет лучше. Это говорит об экономическом росте, т.е. финансовый рынок нужен для того, чтобы способствовать экономическому росту, — вроде бы логично.

Отсюда плавно переходим к вопросу, который затронул Юрий Алексеевич. С одной стороны, говорят, что нам нужно финансировать реальный сектор, с другой — необходимо создавать условия для инвесторов. На самом деле нам нужно этих людей свести и создать правильную мотивацию для их плодотворной совместной деятельности на благо экономического роста. Чтобы согласовать мотивацию участников, прежде всего надо определить этих участников и выявить их интересы. Естественно, их надо классифицировать, потому что интересы у всех разные. Но есть один интерес, который, берусь утверждать, для всех общий — информационная эффективность рынков. Цена акции, облигации, любой другой ценной бумаги, обращающейся на рынке, должна отражать её стоимость. Утверждаю, что это в интересах всех действующих лиц.

Понятно, какие издержки возникают, если ценная бумага недооценена: если недооценены акции, недооценены облигации, то эмитенты не получают достойного финансирования. Какие возникают проблемы, если ценная бумага переоценена? На этот счет академия говорит свое веское



слово. Известный профессор, директор Гарвардской Бизнес-школы Михаэль Дженсен* в своей статье о переоценке акций утверждает, что переоценка акций тоже невыгодна. Всем участникам выгодно, чтобы цена ценных бумаг отражала фундаментальную стоимость. Я считаю, чтобы цена отражала фундаментальную стоимость, нужна хорошая информация и нужны побудительные мотивы, чтобы предприятия эту информацию предоставляли.

С этим же связана вторая обозначенная мною проблема — выбор оптимальных источников финансирования. Что я берусь утверждать? Поскольку у нас недостаточно информации о предприятиях, недостаточно эффективная инфраструктура для ее передачи, потенциальная стоимость облигаций, которые компании могут выпустить, априори занижена: при отсутствии информации предполагаешь худшее. Это, как мне кажется, одна из причин, мешающих развитию оптимальной структуры капитала, которая отражает, сколько выпустить облигаций и сколько выпустить акций.

* Michael C. Jensen. The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance. European Financial Management, Vol. 10, No. 4, 2004, 549-565 — ред.

Как я сказала, неплохо бы выявить участников рынка и их интересы. Например, у нас обсуждаются вопросы перевода регулирования банков в ведение ФСФР, и банки вроде бы не возражают против этого. Нет? (**отвечает на возражения из зала — ред.**). Если банки будут выпускать ипотечные облигации, которые являются ценными бумагами, эти облигации должны регулироваться ФСФР — так? И чем больше секьюритизация, тем больше будет контроль со стороны ФСФР.. (**шум в зале**). Хорошо, не буду затрагивать политику, господа, я говорю с академической точки зрения. Банки коммерческие, банки инвестиционные — это разные агенты финансового рынка, у них разные клиенты. И у этих клиентов разные интересы, потому что они могут принять на себя разные риски: одно дело население, которое приносит свои вклады в банки, другое — крупные институциональные, крупные индивидуальные инвесторы, которые могут взять на себя гораздо больший риск. Разных клиентов должны обслуживать разные банки — соответственно коммерческие и инвестиционные — и регулироваться они должны по-разному, потому что дело касается взаимодействия разных интересов. Это тонкий момент.

Теперь о доверии, об ответственности за принятие решений. У нас мегарегулятор должен принимать решение. А на кого мы возложим ответственность? Господина Вьюгина все очень уважают, очень надеются, что он будет принимать хорошие решения и его помощники будут ему в этом помогать. Надо ли на этих людей возлагать всю ответственность? Здесь я возвращаюсь к вопросу о привлечении научной элиты. Это замечательная мысль, мне кажется, она актуальна как для коллегиальности решений, так и для разделения ответственности за решения, чтобы не один господин Вьюгин сотоварищи за это отвечал. Мне представляется очень полезным существование экспертных советов при ФСФР и при законодательных органах, в которые входили бы эксперты от Академии наук, не занятые политической борьбой и предвыборными кампаниями. Потому что вы понимаете, как необходимость бороться за голоса избирателей влияет на то, что человек говорит. Не буду сейчас приводить примеры, но на нашем российском телевидении за два последних месяца, что я здесь нахожусь, я видела массу сюжетов, когда экономисты, уверена, зная, в чем не правы, приводят противоречивые аргументы. Один экономист основывается на модели, которая подходит для краткосрочной перспективы, другой — на модели, применимой в долгосрочной перспективе, поэтому и выводы у них разные. Они знают, что это разные модели, но политические интересы заставляют их говорить так, как им выгодно.

Академиков нужно привлекать и для доведения информации до населения. И начинать здесь, наверное, надо со школы, потому что потом поздно будет менять социальную психологию. Экономическое образование крайне необходимо. Нужно научить народ не делить пирог, а думать о его преувеличении. Если мы заплатим много кому-то, кто сможет увеличить пирог, и при этом всем достанется больше, — ничего страшного, если в абсолютном измерении доля одного увеличится в пять раз, а другого — в три. Если у каждого увеличится его доля — именно это хорошо, за это и надо бороться.

Р.М. Энгов

Спасибо, можно соглашаться или нет, но это был действительно свежий и интересный взгляд на проблему.

Сейчас я приглашаю к обсуждению Валерия Михайловича Зубова, первого заместителя председателя Комитета ГД по кредитным организациям и финансовым рынкам.

В.М. Зубов

Начну с того, что в атмосфере нашего обсуждения, по моим ощущениям, присутствует вольный дух теоретической физики, внедренный и культивированный Петром Леонидовичем Капицей: физики-теоретики вообще не признают никаких «священных коров», по крайней мере, не признавали. Я думаю, что мы, экономисты, должны следить за своим стадом и тоже не допускать «священных коров», а если какая и появляется — с этим надо быть осторожными.

Остановлюсь на двух вопросах — теоретическом и предельно практическом. О «коровах»: удвоение ВВП. Ну как это критиковать? А вот под сомнение надо поставить, потому что многие сидящие за этим столом помнят, как менее 20 лет назад у нас была точно такая же теория. Называлась, правда, она «ускорение». Я тогда трудился в академической среде и вынужден был часто об этом говорить. Будучи деканом экономического факультета, я задавал себе вопрос: ускорение чего? Ускорение производства той продукции, которую не покупали? А зачем?

Вот и сейчас, прежде чем мы начнем детально разбирать все инструменты финансового рынка, нам бы задать вопрос: удвоение в какой структуре производства мы хотели бы видеть? Мы стоим на развилке двух дорог. Первая — сосредоточиться на законодательстве, забыв о всякой структуре производства, а там, как говорится, как Бог пошлет. Но Бог посылает нам следующее: наша экономика все равно движется, начинает работать по классическим критериям эффектив-

Ж клуб

Нижинский



Фото В. Федорова

В.М. Зубов и Б.Д. Шенцис

ности — прирост производства, производительность труда и пр. Это известные показатели, на которые все ориентируются, сейчас еще установят показатель для финансового рынка, что требует обсуждения. В соответствии с этими классическими показателями, за которые отвечают минэкономики, минфин, правительство, сегодня выгоднее, конечно, чтобы экономика как можно больше была направлена к первым переделам — к добыче нефти, а не к переработке. У нас эффективнее экспорт нефти, но не бензина, поскольку его никто не покупает, потому что этот бензин продавать нельзя.

Финансовые рынки — это уже не первый, не второй, не третий, а более высокий передел. Давайте определимся: если нам все равно, какой будет структура, — тогда и не надо суетиться. Пусть весь финансовый рынок уходит в офшоры или куда-то еще. И тогда наши предприятия первого, максимум второго передела — металлургического, например, — действительно будут получать более дешевые ресурсы, как это происходит сейчас, потому что эффективность западных зарубежных финансовых рынков сегодня намного выше наших. Это первый вариант.

Вариант второй. Нас не устраивает такая ситуация, и мы хотим все-таки, чтобы наши дети выбрались из шахт и пр. и работали на фондовых биржах, в банках. Здесь уже должна быть другая стратегия, требующая уси-

лий. Не знаю, будет ли это называться «промышленной политикой» или «согласованными действиями»? Возможно, согласованием интересов, мотиваций, как сказала коллега-профессор, и т. д. Тогда важно не только законодательство, но уже необходимы финансовые стимулы, может быть, даже административные. Тоже «священная корова», но с отрицательным знаком: в наше время — и административная, как же так!

Если же нас устраивает существующая тенденция, то не надо суетиться, надо заниматься металлургией, вхождением в ВТО — полезное дело, наверно, со всеми вытекающими последствиями. Это первое, что нам надо решить для себя.

Далее, на чем я хотел бы остановиться. Я сторонник того, чтобы мои дети, мой сын-школьник мог продвинуться в выбранной им профессии. Меня это больше вдохновляет, чем баланс нашего бюджета. Что же мы имеем на практике? Приведу несколько примеров. Например, пенсионная реформа. Если мы так будем формировать финансовые рынки, — ничего не может получиться в принципе. В 2002 г. было принято решение о накопительной пенсионной системе, а в 2004 г. мы ее сворачиваем. В Казахстане, близком к нам по структуре, только меньшего масштаба, в частных фондах навскидку в 50 раз больше денег. Это не связано с особенностями национального характера: в Казахстане 50% русских.

Вы говорите про стратегию развития финансового рынка (обращение к Ю. Данилову — *ред.*). Я был на двух заседаниях Правительства, где обсуждалась стратегия развития банковского сектора. Ну и что, утвердили? А чего обсуждали-то столько времени? Не получится ли так и с финансовым рынком? Мы здесь будем обсуждать, привлекать академические круги... Кстати, ученые, в том числе и иностранные, входят во все советы при Госдуме. Толку-то, извините меня за откровенность? Любое дело должно делаться эффективно, в том числе и прохождение законов. Например, как мы его называем, закон «по малому бизнесу». Суть его очень проста, укладывается в две строчки: разрешить предпринимателям без образования юридического лица получать кредиты в банках до 10 тыс. долл. (у нас написано: «до 300 тыс. руб.») без открытия расчетного счета. Центральный банк — «за», правительство молчит. Три года закон не идет. Трудно объяснить, почему не идет. Когда Рокфеллер создавал свое богатство и банки, через которые проводил сделки по передаче керосина на восточную базу, он спросил у своего клепальщика: «Сколько раз клепаешь?». Тот отвечает: «Двадцать один». — «Почему?» — «Так принято». Говорит: «Попробуй 15». Поклепали — плохо. «Попробуй 18». Угадали: на три клепки меньше.

Вот так эффективность и складывается, если вы принимаете быстро мелкое, но эффективное решение.

Закон по производным инструментам лежит два с половиной года. Нам говорят: законы, написанные депутатами (два варианта), плохие. У меня предложение к правительству: напишите хороший — мы примем хороший. А почему же не будет куда-то уходить все, что связано с производными инструментами, если у нас нет соответствующего закона? Если у нас на памяти 1998 г. со своими форвардами?

О центральном депозитарии. Последний раз мы его обсуждали два года назад на знаменитых встречах под Лондоном, где были все — О. Вьюгин, который тогда еще не работал в ФСФР, много других выдающихся людей. Два года! Сколько еще надо времени? Что, в мире не существует центральных депозитариев?

По срочному депозиту. Это эксперимент, суть которого заключается в следующем. Мы с коллегой Аксаковым знаем, что закон провалят, но просто выбрали одно из двух: можно сидеть и говорить, что надо бы принять закон и хорошо бы там то-то и то-то отразить, но при этом ничего не делать. А можно написать закон (что мы и сделали), который, судя по всему, тоже не примут. Результат один и тот же, но произойдет процесс, о чем, может быть, напишут в какой-нибудь газете или в телепередаче скажут — все-таки смысл есть. Я не согласен, что часть вкладчиков уйдет, если банк объяснит вкладчикам о существовании разных вариантов вложений, разъяснит, что есть срочный вклад и есть бессрочный вклад. Но только это надо аккуратно объяснить — и тогда появится выбор. Мы же убедились, что нас не развращает изобилие товаров, чего так опасались 20 лет назад. То же самое и здесь.

И в заключение. В Государственной Думе сегодня сложилась процедура: законы надо принимать. Не может рынок существовать без закона! Он не любит инструкции, даже очень хорошие, не любит постановления правительства. Рынок любит закон. Потому что основа рыночной экономики не отменена — это договор и соблюдение прав собственности, а значит суд, а суд работает по законам. Но возникает замкнутый круг: Госдума сегодня не может принять ни одного закона без положительного заключения правительства, а правительство просто не дает таких заключений — и все. Само их не пишет, и принимать не дает.

Грустная история произошла с Законом о кредитных бюро, о необходимости которого так много все говорили. Два с половиной года назад тоже провокации ради мы написали закон, зная, что шансов мало. И действительно угадали: Закон не приняли. МЭРТ, назвав его

слабеньким, обещал сделать получше, но все некогда было. Прошло время. Полгода назад МЭРТ сказал, да пишите, какой хотите. И мы написали, но теперь сами его не принимаем по другой причине: надо, чтобы Закон о кредитных бюро шел в пакете с законами о жилье. Нет, чтобы было так: готов закон — принять, готов — принять, и пусть уже соответствующая часть экономики, соответствующий рынок начинает работать по закону. Увидим недостатки — возвратимся, исправим, как, например, это было с Законом об ипотечных ценных бумагах. Этот закон прождал год, пока не пришел тогда новый руководитель департамента финансовых рынков и имущественных отношений аппарата правительства В. Миловидов. Мы с ним договорились, отложили все дела на неделю, привлекли юристов и выпустили закон. Невершенный, как потом убедились, но сейчас внесем поправки — и закон будет работать.

Вот два вопроса, на которые, мне кажется, принципиально важно ответить: куда плыть и как плыть?

Р.М. Энгов

Сейчас я с удовольствием предоставляю слово Вадиму Борисовичу Лукову, члену нашего Клуба, Чрезвычайному и Полномочному Послу России в Бельгии. Вадим Борисович нашел возможность принять участие в нашей сегодняшней дискуссии.

В.Б. Луков

По старой памяти и любви пришел в наш уважаемый Никитский клуб в качестве члена-корреспондента и его, осмелюсь сказать, представителя в определенных бельгийских научных и деловых кругах. Для экономии времени перейду сразу к практическим предложениям.

Разработка стратегии развития фондового рынка, безусловно, капитально важная вещь. Напомню, что Совет безопасности России начал разработку концепции безопасности страны. С учетом этого факта, имеющего действительно стратегический характер, предложил бы подумать и руководству ФСФР, которое здесь представлено своим советником, и руководству ММВБ о том, чтобы в раздел «экономическая безопасность», который будет одним из крупнейших в документе, был внесен хотя бы параграф о безопасности фондового рынка. В перспективе, конечно, вопрос об укреплении кризисной устойчивости фондового рынка приобретет системообразующее значение. Азиатские кризисы нам показали, куда можно зайти и как глубоко пасть, если вовремя не принять меры к обеспечению этой безопасности.

Я бы предложил подумать над примерными контурами следующего пассажа в концепции безопасности. Первое — это фиксация роли государства как ответственного, и главного ответственного, регулятора фондового рынка. Второе — укрепление стабильности фондового рынка России как с помощью мер на национальном уровне, так и в сотрудничестве с другими государствами и международными финансовыми организациями (МФО). Это особенно важно, если посмотреть, прямо скажем, как умело страны Дальнего Востока и Юго-Восточной Азии использовали меры регионального характера и взаимодействие с МФО для укрепления своих фондовых рынков после кризисов 1997–1998 гг. Наконец, третье — содействие созданию регионального фондового рынка для начала в рамках ЕвразЭС, а в перспективе — в рамках СНГ в качестве инструмента интеграционной политики России, составляющей, как известно, одну из основных линий в обеспечении национальной безопасности страны.

Следующее, о чем я бы хотел сказать коротко, — это об основных проблемах развития фондового рынка с учетом весьма интересного семинара, который был проведен ФСФР и Ассоциацией банков России в Брюсселе в ноябре 2004 г. На этом семинаре с интересным докладом выступил Олег Вячеславович Вьюгин. В связи с этим хочу поделиться собственными соображениями как с позиции мелкого вкладчика, мелкого инвестора, так и с позиции чиновника-государственника, и просто гражданина Лукова.

На мой взгляд, к технологическим моментам, о которых здесь говорили, — моментам, безусловно глубоким, серьезным, о совершенствовании фондовых технологий, стоит добавить еще и моменты макроэкономические, без которых финансовая стратегия будет набором полезных рецептов на все случаи жизни, кроме ситуации, увы, которую мы с вами сейчас переживаем. Здесь я бы предложил сосредоточиться на следующих проблемах: ликвидность инвесторов, узость предложения товаров, доверие продавцов и покупателей друг к другу и к государству.

О ликвидности. Увы, приходится констатировать, на мой непосвященный взгляд, по крайней мере слабость всех институциональных вкладчиков, в том числе и в среднесрочной перспективе. Я высказываю сугубо личное мнение — МИД не имеет по этому поводу официальной позиции. Малоудачный эксперимент с созданием частных пенсионных фондов показывает, что в перспективе ожидать появления такого крупного инвестора, каким на Западе являются традиционно пенсионные фонды, не приходится.

Страховые фонды. История с ОСАГО показывает их слабость. Что у нас остается? Банки, частные вкладчики и западные инвесторы. О частных вкладчиках. На мой взгляд, здесь налицо долгосрочная проблема: формирование среднего класса. В большинстве развитых стран живой массовый вкладчик — это средний класс. У нас средний класс, подкошенный 1998 годом, с трудом поднимается на ноги. Более того, структура его интересов сейчас такова, что средний класс в первую очередь заботит, прямо скажем, не выгодное вложение средств в акции ЮКОС, а удовлетворение своих первейших жизненно необходимых потребностей. Передо мной журнал «Профиль». Упоительные цифры возрастающей выгодности вложений в фонды смешанных инвестиций: в январе 2004 г. увеличение на 17,44% по сравнению с началом года. Еще более волнующие цифры в фондах акций — рост на 32,1% по сравнению с началом года. Сравним с ростом средней цены одного квадратного метра, извините, панельного дома: 16,86%. Куда народ несет деньги? В панельное домостроение. Пока не будет удовлетворен этот, как говорят, «основной инстинкт», ожидать массового притока мелкого вкладчика на фондовый рынок сложно. Тем более события 2004 г. привели к серьезному финансовому ущербу. Далеко ходить не буду: мой старший сын после некоторого опыта морщится при упоминании слова «ПИФ». Сразу говорит: «Паф!».

Далее — проблемы с узостью предложения товаров. Я наблюдал становление фондового рынка, точнее его эволюцию в Южной Африке, где работал в конце 90-х годов. Должен вам сказать, что ситуация с нашим фондовым рынком на удивление похожа. Та же монокультурность в структуре предложения акций: ограниченное число — 10—15 голубых фишек — компаний, в основном, товарно-сырьевой направленности. Отсюда чрезвычайно большая уязвимость нашего фондового рынка (как и рынков в Южной Африке) от колебаний мировой конъюнктуры на очень ограниченный перечень товаров. Отсюда задача обеспечения устойчивости нашего фондового рынка — конечно, диверсификация предложений акций. Как это сделать? На мой, опять же непросвещенный взгляд, возникает проблема средних предприятий, их вывода на IPO. Облегчение этого процесса позволит дать ту массу диверсифицированных по структурам производства предприятий, которые не будут зависеть от катастрофических колебаний конъюнктуры на нефть, или на золото, или на черный металл и т.д.

И, наконец, проблема доверия. Здесь о ней уже говорили много и горячо. Я бы сказал, что акция сама по себе, в моем представлении, — это

юридически оформленная и финансово оцененная мера доверия инвестора к эмитенту в каждый данный момент времени. И если эта мера доверия подрывается внерыночными факторами, особенно инсайдерской информацией, колебаниями прав собственности на производственные мощности эмитента, — тут, конечно, мое определение акции, увы, терпит, как говорится, полное фиаско.

Эти три проблемы — ликвидность, узость предложения товаров в виде акций и доверие, — с моей точки зрения, заслуживают, чтобы их осветили в будущей финансовой, фондовой стратегии.

Р.М. Энтов

Владимир Борисович, это действительно чрезвычайно острые проблемы, нуждающиеся в обсуждении и главное — в решении.

Я хочу дать слово заместителю директора Экспертного института РСПП Леониду Марковичу Григорьеву.

Л.М. Григорьев

Я впервые выступаю в качестве президента Института энергетики и финансов, который только что зарегистрирован.

Реплика из зала:

«Энергетики и финансов» — это сколько платить за электричество?

Л.М. Григорьев

Все, кроме электричества.

Во-первых, я хотел воспользоваться случаем и начать со сказки о замечательных финансовых рынках, где появление информации выводит нас сразу на фундаментальные ценности в широком и узком смысле этого слова.

Боюсь, что в переходной экономике, вышедшей из нашей приватизации, если какие-либо инвесторы и узнают правду о наших предприятиях, их ценность оказывается нулевой, потому как возможно, что владение частью акций этих предприятий несовместимо с жизнью инвестора, если рассматривать на протяжении не одного, а, скажем, двух президентских сроков. Магия финансовых рынков состоит в том, что их можно изучать без экономики, наслаждаться, брать интегралы, нюхать — что угодно с ними делать. Единственное «но»: они не имеют никакого отношения к переходной экономике, особенно к нашей, которая представляет собой... Я тут долго корпел над формулой: наши финансовые рынки — это, приношу извинения, если кто подумает что-то не так в меру собственной испорченности, ан-

глосаксонский фиговый листок на азиатском хвосте. Теперь, когда я, как всякий американский делец, пошутил, можно поговорить и серьезно.

Мне кажется, прежде чем заниматься финансовым рынком, мы должны вспомнить, что он обслуживает экономику. И реально бумаги выпускают все-таки в основном реальные предприятия, как мы говорим, реального сектора. Звучит в данном случае не очень грамотно, но, тем не менее, и финансового тоже.

Дискуссия о том, хотим мы строить германские, азиатские или англосаксонские рынки, экономику и т. д., в начале 90-х тянулись дня три или четыре. На следующий день уже было принято решение делать англосаксонский на континентальном праве. Дообсудить это не успели — теперь обсуждаем сначала. Поскольку за это время экономика как-то сформировалась сама собой, реформы последних лет представляются мне попыткой сменить колеса у паровоза на ходу, держась ногами за трубу. А на ходу — это же трудно очень, поэтому и законы идут трудно: колеса снимать успевают, а поставить — нет. Кроме того, если я правильно понимаю депутатскую оценку, депутаты стали профессиональными провокаторами. И колёса у паровоза есть только с правой стороны, поэтому, я так понимаю, он идет как бы на одних правых. Поэтому машинист все время должен высовываться вправо, как капитан на яхте, следить, чтобы поезд шел по рельсам, — зрительно легко представить себе эту картину.

Что же мы имеем на самом деле? Некую разновидность довольно архаичного контроля предприятий. У меня когда-то был опубликован список, чем наша экономика отличается от нормальной. При нашей экономике предприятия жестко контролируются владельцами, и вы не можете купить контроль через биржу. Возможен либо принудительный захват каким-то образом — лучше с «калашниковым», — либо перекупка акций за границей. Какую-нибудь нашу компанию можно купить между Багамами и Гонконгом. Но все это в принципе не англосаксонские рынки.

Рост курсов акций на РТС и отчасти даже на ММВБ (хотя это больше свойственно РТС) в последние годы немного связан, по крайней мере, с выкупом принципалами акций миноритариев, концентрацией контроля — не рассыпанием, а концентрацией контроля — и сокращением доли свободно обращающихся акций. Естественно, предложений не просто мало, а они сокращались. И я допускаю, что каких-нибудь акций какой-нибудь компании, возможно, вообще нет

на свободных торгах. Любой человек, свободно владеющий акциями, может гонять между двумя своими офшорами, перепродавать эту акцию и устанавливать такой курс, какой захочет. Мы же вообще не очень понимаем, как это все происходит.

Дальше. У нас страна, которая в результате остроумно проведенной приватизации стала единственной, где вся крупная собственность принадлежит номинальному заграничному владельцу. Вся, кроме Сбербанка, Аэрофлота и Газпрома. **(Возражения из зала)**. Хорошо, поправка принята, давайте сформулируем так: вся негосударственная собственность принадлежит номинальным офшорным владельцам. Кроме того, поскольку в ряде случаев она принадлежит человеку, который на самом деле управляет предприятием, то сформировался так называемый квазискрытый собственник. «Квази» — потому что все его знают, «скрытый» — потому что на самом деле его все время выбирает какой-то юрист, который приходит к нему на собрание с семью доверенностями от семи офшоров. Почему семью? Чтобы не было больше 10% и не надо было бы докладывать в ФАС о контроле. Здесь точно нарушается хотя бы один закон. К этому квазискрытому собственнику не применимы никакие теоремы, разработанные в рамках западных классических представлений о поведении собственника и фирмы, а также соответственно все, что на это дело навешивается на финансовых рынках. И пока мы не сформулировали каким-нибудь образом его поведение, мы не можем понять, что он делает. Потому что он хочет — развивает предприятие, хочет — не развивает, хочет — продаст. Он управляет крупной собственностью.

На Западе и на Востоке в рамках определенного кодекса поведения, в рамках формальных и неформальных институтов, и в англосаксонской экономике, которую мы упорно строим в нашей отдельно взятой азиатской стране, на финансовых рынках куча всяких сдержек и рыночных противовесов. Наши финансовые рынки не функционируют в том виде, в каком мы привыкли их описывать западными теоремами. Давайте признаем простую вещь: за последнее время, особенно за последний год, они окончательно превратились в пушную факторию Ганзы на востоке Балтийского моря. Эти рынки обслуживают, туда что-то привозят, что-то увозят, там что-то покупают, что-то заказывают. Я посчитал: у нас быстро растет оборот, то есть доля ввоза-вывоза капитала (вместе) по отношению к внутреннему накоплению. Норма накопления стоит, поскольку мы сберегаем 35% ВВП, а инвестируем 21% — меньше Румынии, о Португалии даже и речи быть не может. И

это происходит через огромный вывоз-ввоз капитала между разными секторами. А мы пытаемся создать «единый инвестиционный климат» для страны, где перепад между регионами по ВРП* на душу населения больше, чем между странами – членами ООН. Где перепад по прибыльности и возможностям между отраслями — как между Бахрейном и Бангладеш. Но мы упорно создаем «единый инвестиционный климат», а вот если в этом климате узнать бы правдивую информацию, — было бы очень здорово.

Р.М. Энгов

Спасибо, Леонид Маркович. Пусть после этого кто-нибудь скажет, что экономисты скучные люди, что экономисты не способны к ярким метафорам.

А.И. Потемкин

Я понял, что фондовый рынок — это нечто между американским хвостом и паровозом.

Р.М. Энгов

Видимо, так. Не всегда легко было уследить за потоком сравнений, но это всегда свидетельство высокого предназначения поэта, воздвигающего одну метафору над другой.

На фоне ярких суждений Леонид Маркович поставил очень любопытный вопрос о фондовом рынке и корпоративном управлении — вопрос, который пока не подвергался достаточному обсуждению. Поэтому я приглашаю выступить Бориса Давидовича Шенциса, заместителя начальника Департамента корпоративного управления Министерства экономического развития и торговли.

Б.Д. Шенцис

Трудно не согласиться с Леонидом Марковичем — он всегда прав. Особенно когда говорит, что реальный экономический процесс и то, что мы регулируем, — вещи разные. Критика совершенно справедлива.

Когда уважаемый Валерий Михайлович критикует со стороны законодательной власти исполнительную власть, я готов поспорить почти по каждому приведенному примеру, но, как ни странно, соглашусь в главном. Главное — здесь есть проблема, и, как мне кажется, она состоит в следующем. К сожалению, у нас, на мой взгляд, нет профессионалов в области экономического развития, в области экономичес-

* Валовой региональный продукт.

кой политики. Так получилось, что мы их не готовим. Мы — имеется в виду наша высшая экономическая школа. На мой взгляд, нам не хватает классического экономиста, математика, правоведа. Сегодня в федеральных органах исполнительной власти востребованы именно такие специалисты, которых реально нет.

Если говорить честно, то все сегодняшние руководители регулирующих органов, и даже самые уважаемые из них, по большому счету самоучки. Среди них есть как талантливые, так и не очень, но из-за отсутствия единой школы проблемы возникают объективно. И поскольку люди часто говорят на разных языках, происходят многочисленные согласования, исполнительная власть буксует. Попытки привлечь специалистов из бизнеса, как у нас это часто бывает, не очень продуктивны, так как государственная служба все-таки отличается спецификой — даже не сама государственная служба, а технология государственной службы.

Сейчас предпринимаются попытки исправить положение. В некоторых высших школах вводятся новые коды специализации, и я думаю, с появлением выпускников этого курса обучения наши дела пойдут намного лучше.

Р.М. Энтов

Поскольку мы прослушали ряд выступлений лиц, занимающихся регулированием рынков, регулированием процессов корпоративного управления, наверное, уместно снова обратиться к теории и предоставить слово одному из членов нашего Клуба, профессору МГУ Виталию Леонидовичу Тамбовцеву.

В.Л. Тамбовцев

Я действительно теоретик, поэтому моё слово можно считать взглядом со стороны.

На меня произвели впечатление слова Валерия Михайловича о том, что законы надо выдвигать хотя бы для того, чтобы что-то происходило.

Как уже сложилось сегодня на нашем заседании, начну с вещей веселых. Пару дней назад один высокопоставленный правительственный чиновник рассказал мне довольно смешной анекдот, и я не понял, признавал он или не признавал, что этот анекдот характеризует действия современной российской власти. В любом случае анекдот хороший: платформа, отходит поезд, бегут два человека с сумками, пытаются догнать поезд — не догоняют, останавливаются на краю платформы. Поезд уходит, они ставят сумки, тяжело дышат, потом тот, что постарше, поворачивается и с размаху бьет другого по физиономии. «Батя, за что?» — «Ну надо же что-то делать, сынок!».

Так вот по поводу того, что же надо делать? Поскольку я теоретик, то с моей точки зрения, сегодня обсуждается в чистом виде вопрос политической экономии. В каком смысле? Требуется понять расклад интересов — не соединимых, в отличие от мотиваций и стимулов. Сегодня, начиная с первого доклада и далее, красной нитью проходила тема доверия. С точки зрения экономиста можно, конечно, говорить о доверии, но лучше говорить о защищенности прав собственности. Если права собственности защищены, — все в порядке, есть стимул к развитию. Если они не защищены, то есть размыты, — понятно, что происходит: ничего не происходит. Так вот, развитие российского фондового рынка — это на 96% вопрос о защите прав собственности, а на остальные 4% — вопрос технологии, новых инструментов и пр.

Ситуация с политэкономической точки зрения очень простая: кто главный защитник и одновременно главный размыватель прав собственности? Понятно, государство. А государство раздираемо ровно противоположными мотивами. Права собственности — его краткосрочный мотив — должны быть размыты, и тогда собственность очень легко переделит. Примеры здесь не нужны. В долгосрочной же перспективе для того же государства продуктивны, безусловно, защищенные права собственности. Так что же делать государству? Я не знаю — я не государство, я наблюдатель, живущий в этом государстве. Коль скоро этот политэкономический вопрос самим государством не решен, а потому и сигналы оно подает во все стороны и все разные, — я боюсь, что будущая стратегия развития фондового рынка, которая, конечно же, будет написана и принята, в свою очередь так же будет исполнять роль сигнала, и сигнала противоречивого.

И последний момент. Я с чувством глубокого удовлетворения услышал в выступлении господина Данилова характеристику фондового рынка как инструмента для зарабатывания денег инвесторами, а не как средства пополнения капиталов предприятий и пр. То есть фондовый рынок — такой механизм, чтобы инвесторы зарабатывали деньги. Это абсолютно верно. Естественно возникает вопрос: а для чего нам, стране, государству развивать фондовый рынок, если он выполняет такую узкую функцию? Ведь дело в том, что прямой связи между качеством работы — соответственно потоками, генерируемыми взаимодействием на фондовом рынке, — и уровнем развития пресловутой реальной экономики нет. Эта связь косвенная, не прямая. Ведь деньги, заработанные хорошо работающим фондовым рынком, никогда не пойдут в экономику — там все хуже: ниже ставки и пр. Поэтому

хорошо работающий фондовый рынок с этой точки зрения — это тот же сигнал. А любой сигнал подобен мысли изреченной, которая, по словам Тютчева, может быть и ложной.

Так что вопрос о светлом будущем страны, связываемый с развитием фондового рынка, — опять вопрос политэкономии. Надо отдавать себе отчет, что мы занимаемся тем, что производим сигналы, которые косвенно будут влиять на всякого рода процессы в той самой реальной экономике, которая создает тот самый товар, который можно в конечном счете купить на те самые деньги, которые производятся на фондовом рынке. Но связь эта очень длинная, очень не прямая, косвенная.

Поэтому, как любой нормальный человек, поддерживая идею создания и развития фондового рынка, я призываю еще раз вернуться к тому, что говорил Валерий Михайлович: надо понять, чего мы хотим. Если мы хотим текущей эффективности, то тогда, наверное, надо перемещаться в сырьевую сферу — только там что-то получается.

Расскажу еще один известный анекдот, если председательствующий позволит. Старый анекдот, но уж очень он правдив. Японская делегация в Советском Союзе: шахты, заводы, научные институты. В конце концов, принимающие спрашивают у руководителя делегации: «Что вам у нас понравилось?» Глава делегации говорит: «У вас отличные дети», — «Да, конечно, а шахты, заводы, компьютеры?» — «Понимаете, все, что вы делаете руками, вы делаете плохо».

Индикатором того, что в этом что-то есть, для меня стала позиция очень уважаемого мною Евгения Григорьевича Ясина, высказанная им где-то полгода назад, когда речь шла об оценке национальной конкурентоспособности. Абсолютно серьезно и убедительно Евгений Григорьевич говорил о том, что если у нас где и есть конкурентные преимущества, так это в продаже сырья. Это очевидно, но это преимущество надо операционально использовать. А разве можно назвать использование преимущества операциональным, когда говоря, что единственно эффективна сегодня продажа сырья, мы ставим фантастические задачи компьютеризации и всякой другой «ации», не подкрепляя их ни ресурсно, ни институционально? Откуда деньги, откуда ресурсы, откуда силы?

Государство отказывается напрямую финансировать такие проекты. Вероятно, это правильно: там, где государственное финансирование — там расхищение бюджета. Но если нет и не будет прямого государственного финансирования, нужно хотя бы создать условия для частного финансирования. Мы же «поддерживаем» фундаментальную науку и высшую школу, отбирая у них льготы. Это позиция правительственной

программы: МЭРТ подготовил на днях очередную версию среднесрочной программы, где об этом черным по белому написано.

Между тем, операциональным использованием нашего ресурсного конкурентного преимущества была бы организация стимулирования перекачки заработанных на нефти и газе денег в фундаментальную и прикладную науку, новые технологии, новые наукоемкие производства и т.п. Вот для такого перераспределения фондовый рынок, на котором продаются выпускаемые растущими фирмами дополнительные эмиссии акций, был бы очень полезен. Но чтобы такое происходило, очевидно, должны быть решены на законодательном уровне и на практике многие вопросы надежной защиты прав собственности, враждебных поглощений и т.п. Тогда фондовый рынок, кроме функции механизма зарабатывания денег портфельными инвесторами, станет также и механизмом финансирования инвестиций. Ведь наш банковский сектор с этой функцией справляется плохо, а других путей, кроме фондового рынка, мировая практика не предложила. Но чтобы наш фондовый рынок стал именно таким, обустроить нужно не столько его, сколько институциональную среду реального сектора экономики.

Р.М. Энгов

Сейчас ответное слово хочет сказать Анатолий Геннадиевич Аксаков, поскольку ему надо уйти.

А.Г. Аксаков

Хочу сказать два слова в связи с сегодняшней дискуссией.

По поводу сырья. Поскольку речь зашла об общеэкономических проблемах, — у нас экономика сидит на игле, это мы все знаем. И осуществление либеральной экономической политики будет способствовать, чтобы она так и оставалась на игле: у нас все финансируется за счет сырья, оттого к нему и приспосабливается вся остальная экономика. Естественно, необходимо создавать новые финансовые центры, которые могли бы финансировать другие секторы экономики и избавить нас от этой наркотической зависимости. Создать один из инструментов перетока капиталов из сырьевой отрасли, на мой взгляд, должен как раз фондовый рынок.

Леонид Маркович говорил о корпоративном управлении — тема его выступления главным образом касалась проблемы корпоративного управления. Капитализация нашего рынка составляет 200 млрд. долл. Если мы исключим государственную собственность — РАО ЕЭС, Газпром,— то получается, что в частных руках находится около 100



млрд. долл. В списке 100 самых богатых людей планеты, опубликованных в журнале «Форбс», в числе первых указаны россияне, которые как раз и владеют этими 100 млрд. И все хорошо знают, что эта собственность находится в руках тех самых 100 человек. На мой взгляд, проблему прозрачности, открытости и узаконивания, что ли, отношений собственности владельцев можно было бы увязать с вопросом амнистии. Мы вам амнистию — вы заплатите налоги или покажите, что реально владеете такой-то и такой-то собственностью. Это также будет способствовать нормализации ситуации на фондовом рынке.

Меня немного пугает пессимистический оттенок высказываний, с чем я не согласен. Я считаю, что мы движемся в нормальном направлении. Сейчас у нас внятный руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам, причем пришел он из Центрального банка. Раньше во взаимоотношениях между Центробанком и Федеральной службой была проблема, сейчас её нет. Насколько я знаю, и с МЭРТ установилось взаимопонимание, поэтому законодательство будет готовиться по фондовому рынку более конструктивно и плодотворно. И я на это смотрю с оптимизмом. Мы сидим в здании ММВБ, где в 2004 г. корпоративных облигаций, насколько я знаю, размещено на 10 млрд. долл. Два года назад было 5 млрд. Как видите, в два раза больше — есть существенный прогресс.

Завершаю на оптимистической ноте: и фондовый рынок развивается, и законодательство будет нормально развиваться, и в Госдуме идет законотворческий процесс. Не любые законы надо выпускать и принимать. Надо принимать законы, которые будут работать, в том числе и на фондовом рынке.

Р.М. Энгов

Спасибо, Анатолий Геннадьевич, боюсь, что с Вашим уходом снова возобладают пессимистические тенденции, поэтому лучше бы Вам остаться.

Следующий выступающий — Александр Петрович Горяев, профессор Российской экономической школы.

А.П. Горяев

Я хотел бы поговорить о российском фондовом рынке с более глобальной точки зрения, т.е. посмотреть на взаимосвязь российского и иностранных фондовых рынков.

В последнее время, когда говорят об успехах российских компаний на иностранных фондовых рынках, о том, что все больше IPO за рубежом, возрастает ликвидность наших АДР* за рубежом, то очень часто звучат ревнивые и даже тревожные нотки. Мне это очень не нравится, поскольку чувствую здесь искушение применить какие-нибудь административные меры для изолирования внутреннего фондового рынка от иностранных фондовых рынков. Однако если мы посмотрим, с одной стороны, на российские компании, а с другой — на наших инвесторов, то они как раз получают значительные выгоды от иностранных фондовых рынков, т.е. от глобализации выигрывают все. Иностранные фондовые рынки не только заменяют российский фондовый рынок, но и во многом дополняют его.

В чем же заключаются выгоды российских компаний? Очевидно, они идут за рубеж, потому что стоимость заимствований за рубежом примерно на 3% ниже, чем в России. И это прекрасно, поскольку благодаря этому российские компании могут инвестировать больше внутри страны. Надо учитывать и снижение валютных рисков, что особенно важно для экспортёров-импортёров продукции. Выпуск АДР означает, что значительно расширяется круг инвесторов, повышается ликвидность и цена акций — замечу, не только за рубежом, но и внутри страны. Получение листинга за рубежом означает, что наши российс-

* Американские депозитарные расписки.

кие компании принимают более высокие стандарты корпоративного управления, и это обеспечивает защиту прав инвесторов не только за рубежом, но и внутри страны.

В чем выгоды российских инвесторов? Недавно в РЭШ мы провели исследование с использованием данных за период с 1999 по 2003 гг. В течение пяти лет после кризиса, как вы знаете, наш рынок рос очень высокими темпами — порядка 40% в год в валюте, — в то время как западные рынки показали очень низкую доходность. Тем не менее, даже несмотря на кажущуюся непривлекательность западных рынков, все равно мы нашли, что оптимально держать некоторую долю портфеля за рубежом — порядка 20–30%. В чем выгода от международной диверсификации? В том, что на 10–20% снижается рискованность нашего портфеля. Это, замечу, в тот период, когда наш рынок показывал высокую доходность. Естественно, в будущем, когда доходность российского рынка будет только снижаться, а доходность западных рынков составит в среднем около 10% в год, наши выгоды от диверсификации за счет иностранных активов только возрастут. Эти результаты в первую очередь важны для консервативных инвесторов, т.е. для пенсионных фондов и управляющих компаний, которые определяют, во что инвестировать пенсионные накопления. Почему? Потому что они в первую очередь заинтересованы в низких рисках, в сохранности вложенных средств.

Наверное, кто-то может возразить, что наши пенсионные деньги нужны у нас в стране, чтобы развивать российский фондовый рынок. Однако не нужно смешивать две различные проблемы: развитие внутреннего фондового рынка и обеспечение оптимальности нашего портфеля. Чтобы оптимизировать портфель и снизить риски, нужно обязательно диверсифицировать портфель, в частности за счет вложений за рубежом. К сожалению, наши внутренние активы (акции и облигации) пока слишком сконцентрированы в сырьевых секторах и не позволяют диверсифицировать риски. А вот внутренний рынок нужно развивать в первую очередь (об этом уже неоднократно сегодня говорили) за счет развития рыночной инфраструктуры — тогда к нам придут иностранные инвесторы. Вы понимаете, что размер нашего рынка ничтожен по сравнению с иностранным, и даже доли процента в портфелях зарубежных институциональных инвесторов будет достаточно для того, чтобы поднять наш рынок.

Р.М. Энтов

Сейчас мне приятно предоставить слово практике — Ангелике Генкель, аналитику Альфа-банка.

А. Генкель

Я первый раз в вашем Клубе, и мне лестно здесь находиться. Я действительно хочу выступить от лица наших инвесторов, которых мы всевозможными способами оберегаем, холим и лелеем, лишь бы только они не ушли с рынка, лишь бы только были с нами. Но выступаю все-таки в роли пессимиста и хочу сказать, что ситуация у нас плохая, потому что непредсказуемая. В целом как будто все хорошо: за всю историю существования фондового рынка максимальные цены на нефть, максимальное наличие ликвидности у населения. У России есть инвестиционные рейтинги. Компании информационно прозрачны и доступны для понимания как крупным, так и частным инвесторам. Профессионализм участников фондового рынка вырос многократно. Все так, но в то же время приведу следующие показатели. Наш рынок демонстрирует наихудшие индикаторы с кризисного 1998 г. — рост нулевой. Для сравнения: после кризиса в 1999 г. восстановление рынка составило 200%, после чего рынок рос темпами 38,82% в год. В этом году у нас нулевой результат, может быть, даже будет отрицательным.

Мировые цены на нефть. Что дает внешняя товарная конъюнктура нефтедобывающим странам? Например, рост фондового рынка в Венесуэле составляет 52% в год, в Индонезии — 47%, в Мексике — 36%, в Южной Африке — 35% за год, в России — 0%.

Хочу заметить, что все годы, когда рынок демонстрировал потрясающие результаты, он нормально функционировал без развитой законодательной инфраструктурной базы, о которой мы сейчас так активно говорим. И от лица инвесторов я очень прошу чиновников, законодателей не навредить рынку. Не нужно делать никаких громких заявлений. В последнее время чиновники у нас выступают в качестве артистов, которые периодически выходят на сцену и поют каждый свою частушку. Инвесторы, конечно, в шоке. Инвесторы готовы вкладывать, население готово вкладывать, оно обладает огромными денежными ресурсами. Население идет на рынок, можно сказать, со всей душой и ждет от него роста. Оно максимально способствует его восстановлению после каждого некорректного заявления, после каждого спровоцированного падения рынка. В частности, в Альфа-банке

Ж клуб

Нижинский



Фото В. Федорова

А. Генкель

у нас очень активно развивается интернет-торговля. Буквально два слова об этом.

Рынок очень сильно упал: с начала года клету процентов на 40. Число клиентов у нас возросло в 2 раза — с 2000 до 4000 клиентов. Население просто не знает, куда ему идти, ему больше некуда вкладывать деньги. Нет альтернативных инструментов. И население готово без развитой законодательной базы, без какой-то гарантии со стороны чиновников и прочих лиц просто вкладывать средства в акции, потому что знает, что на рынке можно получить более приемлемые для них доходы, чем, предположим, на рынке депозитов. Население понимает, что там, где один инвестор теряет, — другой находит, и это его устраивает. Интересы совпадают. Поэтому единственное пожелание со стороны инвесторов — по возможности снизить политические риски, по возможности не делать некорректные заявления.

И последнее, что я хочу сказать: у нас нет 200 млрд. долл. на фондовом рынке. Этот рынок — виртуальный, эфемерный. С ним нужно обращаться очень и очень аккуратно. Акции в свободном обращении составляют 10-30%, соответственно у нас есть миллиардов 40, которые хотелось бы сохранить и вместе с ними сохранить доверие к рынку в целом.

Р.М. Энтов

Мы еще раз смогли убедиться, что все-таки еще есть кому возвысить голос в защиту инвестора и попытаться хоть как-то защитить его.

Приближаясь к завершению дискуссии, я хочу предоставить слово одному из наиболее уважаемых, с моей точки зрения, экспертов — Ростиславу Александровичу Кокореву, заведующему сектором Бюро экономического анализа.

Р.А. Кокорев

Большое спасибо, Револьд Михайлович, за такое лестное представление. Попытаюсь высказать свой взгляд на проблему. Приятно, что сегодня среди 13 выступающих минимум четверо в разное время были экспертами Бюро экономического анализа в разных проектах и один — заказчиком.

Меня несколько изумил, честно скажу, тезис Юрия Алексеевича Данилова, что фондовый рынок не для эмитентов, а для инвесторов. Возможно, был какой-то полемический переклест, который я не в полной мере оценил, но мне ближе более традиционная точка зрения, что эмитенты и инвесторы друг без друга не могут, что это два полюса одного магнита. Есть замечательная пословица: «Без труда не выловишь и рыбку из пруда». Но без пруда не выловишь рыбку и с трудом. Вот эмитенты — это тот пруд, без которого инвесторы при всем желании не выловят рыбку. И по логике Юрия Алексеевича, если я правильно его понял, инвесторов надо защищать, а эмитентов можно и не защищать. Естественно, это бьет по инвестору. Возьмем дорогой моему сердцу пример — отрасль коллективных инвестиций. Паевые инвестиционные фонды...

А.И. Потемкин

Извините, что перебиваю, нынешняя ФСФР, если говорить о регуляторе, именно этим и отличается от всех предыдущих, что впервые сделан сдвиг в пользу эмитента. Их можно за многое ругать, но у них уже есть положительные изменения.

Р.А. Кокорев

Правильно, Александр Иванович, в прошлом ФКЦБ была больше ориентирована на инвестора, и именно потому этот тезис меня удивил. Я думаю, Юрий Алексеевич Данилов потом попытается меня поправить.

Относительно коллективных инвесторов — паевых инвестиционных фондов и примкнувших к ним негосударственных пенсионных фондов. Здесь я позволю себе не согласиться с Вадимом Борисовичем Луковым, который считает, что ПИФы себя полностью изжили, дискредитировали и исчерпали. Я надеюсь, что у них еще есть некоторое будущее, хотя пока они действительно не очень видны в структуре экономики. Я не согласен и с тем, что частные пенсионные фонды не состоялись. У них еще все еще впереди.

Недавно меня спросили, как я оцениваю состояние в отрасли коллективных инвестиций? Что ответить? С одной стороны, вроде бы лицензируются новые управляющие компании, создаются новые паевые фонды, счет которым уже превысил две сотни. Появляются новые и новые частные инвесторы — их число растет достаточно активно. Можно ли считать, что отрасль на подъеме? В краткосрочном плане — да, но уже в среднесрочном плане нельзя ничего уверенно о них сказать, потому что они — заложники общего состояния фондового рынка. Вот представьте: управляющая компания нанимает талантливых аналитиков, создает отлаженные сети продаж, покупает программное обеспечение, чтобы идеально, с точностью до сотых долей процента формировать идеальные портфели. А потом выясняется, что такой-то инструмент, такая-то голубая фишка торжественно исчезла из списка живых и еще пока не появилась в списке мертвецов, но занимает какое-то пограничное положение. Причем количество таких фишек растет. И что тогда зависит от управляющего?

Но если коллективные инвесторы являются заложниками общего состояния фондового рынка, то фондовый рынок является заложником общего состояния институциональной среды в экономике в целом.

Здесь я не могу не отметить, что Виталий Леонидович Тамбовцев просто-таки предвосхитил часть моих мыслей и озвучил их более красивыми словами, чем я собирался это сделать. Я полностью согласен с его тезисом, что на 96% развитие фондового рынка зависит от защиты прав собственности. Если бы в этом смысле ситуация была благополучной, то российский фондовый рынок прекрасно мог бы жить без специального закона о центральной депозитарии и без специального закона о клиринге, на основании двух-трех статей закона

«О рынке ценных бумаг». Даже без этих новых законов он был бы сейчас вдвое, втрое, впятеро капитализированнее, если бы были полноценно защищены права собственности в экономике. Я думаю, никто не оспорит этот тезис.

Что касается защиты прав собственности, то проблемы наблюдаются по двум направлениям. С одной стороны — и я поставлю это на первое место, — разнообразные риски со стороны государства. Слово «наезды», конечно, отдаст тюремно-лагерным жаргоном, но боюсь, что его трудно избежать. Свежий пример — атака на «ВымпелКом», одну из самых прозрачных компаний, традиционно считавшуюся одним из идеалов корпоративного управления, за то, что она якобы не доплатила налоги. Получается, что на прозрачные компании ложатся большие риски, чем на непрозрачные: сравните ЮКОС и «Сибнефть».

С другой стороны — это недобросовестные корпоративные захваты, здесь Юрий Алексеевич не даст соврать, он их сам исследовал. Какое может быть стимулирование IPO для средних предприятий, когда среднее предприятие пытается максимально консолидироваться, а никак не распылять собственность? Помните классику: «Понедельник начинается в субботу» братьев Стругацких про человека, полностью удовлетворенного? Один из героев говорит другому: «Вы программируете типичного суперэгоцентриста. Он загребет все материальные ценности, до которых сможет дотянуться, а потом свернет пространство, окуклится и остановит время».

Остановить время не получается, а вот загрести все материальные ценности и свернуть пространство вокруг себя — это мечта очень многих компаний-эмитентов, вернее, их контролирующих акционеров, либо менеджеров. Но насколько позволительно называть эти компании «эмитентами», учитывая, что они, по сути дела, со своими акциями на рынок не выходили? Ведь их акции, как правило, возникали в процессе приватизации и либо реализовывались государством — по закрытой подписке, на чековых и денежных аукционах, но в любом случае не принося денег самой компании, — либо оставались у государства в собственности.

Если защита прав собственности является доминантой номер один, то на кого можно эту важнейшую функцию возложить? Понятно, что не на законодателя. Принять еще один закон «О необходимости соблюдать все ранее принятые законы», конечно можно, но большого смысла в этом не будет. Позволю себе утверждать, что улучшить состояние защиты прав собственников путем принятия новых заме-

чительных законов можно разве что процентов на 5–7. А в остальном — надо исполнять ранее принятые. И не столько законодательная власть, не специальный регулятор, каким является ФСФР, должен быть защитником прав собственности в обществе. Это должна делать исполнительная власть, прежде всего не злоупотребляя своими полномочиями и не отбирая чужого, и судебная система — защищая нарушенные права и не позволяя использовать себя для отъема собственности.

Кроме того, институциональная среда в целом формируется не только государством, но и всем обществом. Наверное, каждый из нас и все члены общества несут свою долю ответственности за пренебрежение правами собственности, которое в России имеет место быть.

Р.М. Энтов

Прежде чем я произнесу традиционные благодарственные слова в адрес Биржи, которая предоставляет площадку не только для очень важных финансовых операций, но и для интересных финансовых дискуссий, я вновь хотел бы предоставить слово Александру Ивановичу Потемкину.

А. И. Потемкин

Поскольку я сегодня открывал дискуссии и предложил ряд вопросов для обсуждения, коротко скажу о своих впечатлениях.

Мне понравилось сегодняшнее заседание Клуба, и на мой взгляд, все выступления были интересными, потому что в каждом из них звучала живая мысль, желание высказаться не абстрактно, а исходя из личной точки зрения. Из всего этого я еще раз понял, о чем говорил сначала, что не случайно мы хотели услышать мнение интеллектуальной элиты. А если быть точным, то даже не интеллектуальной элиты, а интеллигенции. Я считаю, что это так, потому что интеллигенция — это люди, которые осознают какие-то процессы на уровне общественного сознания, не имея, в основном, к ним отношения в материальном смысле. Большинство присутствующих, судя по их рассуждениям и заявлениям, не являются инвесторами, и фондовый рынок воспринимают абстрактно. Потому так много юмора, легкое отношение к делу. Это и подводит меня к мысли, что стратегия развития фондового рынка должна быть построена так, чтобы через какое-то обозримое время — может быть, не через год, а больше — большинство членов Никитского клуба стали бы инвесторами.

Р.М. Энтов

В завершение нашей дискуссии позволю сказать себе несколько слов.

Первое. Я не думаю, что найдется человек, который за несколько минут сможет подвести итоги этого разностороннего обсуждения, и не пытаюсь этого делать. С моей точки зрения, материалы сегодняшней дискуссии чрезвычайно важны. В ближайшее время мы их обобщим, издадим и доведём до всех заинтересованных лиц, до лиц, от которых зависит принятие решений.

Мне, как и Александру Ивановичу, кажется, что проходных выступлений не было, были выступления с большим или меньшим количеством поэтических метафор, анекдотов и все-таки все они были по делу.

Второе. Мы привыкли к мысли, что живем в рыночной экономике. Достаточно давно мне довелось высоким руководителям министерства, которое тогда еще называлось министерством торговли, объяснять, что если у нас есть рынок товаров — это еще не рыночная экономика; если у нас есть плохонький рынок труда — это еще не рыночная экономика. Рыночная экономика появляется тогда, когда появляются финансовые рынки, через которые распределяются основные ресурсы, где формируются основные народно-хозяйственные пропорции. Я не уверен, что сегодня мы живем в такой рыночной экономике. Наши финансовые рынки пока делают первые, не всегда уверенные и не всегда удачные шаги.

Мы, по-видимому, в общем развиваемся в правильном направлении, но большинство выступлений сегодня были пессимистическими, и я, наверное, понимаю это. Надо сказать, что это связано со стратегией реформ. Совсем недавно мне попался очень интересный отчет одной из научных конференций. В отчете американских экономистов было сказано, что принято обвинять российских государственных деятелей, российских экономистов в невнимании к экономическим реформам — это несправедливо. А где был Международный валютный фонд, где был Мировой банк, где были консультанты? Где были все консультанты, присутствовавшие в Москве, — огромное количество западных экономических консультантов? Все они говорили о необходимости финансовой стабилизации, а кто из них говорил о развитии финансовых рынков? Почему они вспомнили об этом только сегодня?

По-видимому, это застарелая проблема, в которой многие стороны виноваты. Важно, как мы сегодня будем ее решать. Мне кажется, что правы были многие, кто говорил, что проблемы развития нашего фондового рынка — это прежде всего проблемы трудного, неполного,

неаккуратного утверждения прав частной собственности в нашей стране. Это характеристика недостаточности этих прав.

Много было сказано о законодательной базе. Это правда и всегда будет правдой. Но, с моей точки зрения, гораздо большую проблему сегодня представляет проблема инфорсменты — осуществление прав частной собственности и особенно контрактных прав, утверждение культуры контракта, без которой невозможен финансовый рынок. И это та область, где нам нужно обратиться к вопросам, которые мы еще не обсуждали: низкое качество судебных решений, отсутствие независимости судов, низкий уровень квалификации большинства арбитражных судей и т.д. Это область, где экономика и право неразрывно слиты и где нужно еще разгрести очень много завалов. До настоящего времени именно в проблему инфорсменты, контрактных прав обязательств, контрактных прав собственности упирается развитие финансовых рынков.

Что сегодня не упоминалось, о чём я скажу буквально несколько слов? Финансовый рынок не только обеспечивает перераспределение накопленных и сбережений, но и стимулирует их. Сегодня очень мало говорилось о норме личных сбережений, о том, сколько сберегает российский человек. Кто-то уверенно сказал: принесли еще 300 млн. в банки — значит, доверяют. Между тем, если измерять норму личного накопления, например отношением к ВВП (валовой национальный продукт — *ред.*), она чрезвычайно прихотлива, и колебания там, кроме циклических, связаны с кризисом доверия, инфляционными ожиданиями и т.д. Если попытаться выявить какой-то тренд — это будет понижательный тренд. Норма личных сбережений обнаруживает длительный тренд к снижению, и это тоже одна из проблем финансовых рынков.

Если обсуждать сегодняшний рынок корпоративных облигаций, то в его развитии огромная заслуга принадлежит как раз Московской межбанковской валютной бирже, на которой мы сегодня присутствуем. И все-таки давайте посмотрим реальные доходы по облигациям. На протяжении большей части времени они были отрицательными.

Отрицательны сегодня почти все доходы по банковским вкладам. Каковы стимулы для личных сбережений в условиях, когда мы не можем полностью поставить под контроль инфляцию, когда считаемая самым простым способом реальная процентная ставка на протяжении многих лет остается отрицательной? Это не значит, что она всегда положительна в странах с развитыми рынками. Во второй половине 70-х годов отрицательные реальные доходы были на большинстве финансовых рынков Европы и Америки. Тогда была неожиданная двузначная

инфляция. Но это скорее исключение на развитых рынках. У нас же исключение — положительные реальные доходы, а отрицательные — скорее правило. Мы несколько бесхозяйственно относимся к личным сбережениям. И это одна из проблем развития наших финансовых рынков, о которой нужно задуматься, о которой нужно говорить. Западные финансовые рынки сами индексируют параметры сбережений, используя механизмы перераспределения доходов в связи с инфляцией.

Когда-то профессор Чикагского университета Фама (Eugene Fama — *ред.*) продемонстрировал блестящий эксперимент. Он прогнозировал рост инфляции по движению краткосрочных процентных ставок. Его прогноз оказался наилучшим среди многих прогнозов частных организаций. Рынок сам учится бороться с не слишком большой ожидаемой инфляцией. Наши финансовые рынки от этого пока очень далеки, и в этом состоит острая проблема.

Мы говорим о многом с юмором, но трудно говорить с юмором о том, как инфляция сожрала сбережения, гробовые деньги миллионов и десятков миллионов наших стариков. Трудно говорить с юмором о том, как сегодня любой сберегатель оказывается с отрицательными реальными доходами. Здесь немало реальных проблем, о которых нужно размышлять, нужно совершенствовать механизмы наших финансовых рынков, чтобы они в большей степени защищали не только собственника, не просто собственника, но и владельца сбережений, который тоже собственник и тоже нуждается в защите.

Наверное, можно перечислить много других проблем наряду со сказанными. В целом, мне кажется, обсуждение было плодотворным.

В завершение хочу еще раз выразить нашу признательность инициаторам дискуссии — руководству ММВБ.

ИЖ

**Письменный доклад А.Г. Аксакова,
подготовленный для заседания Никитского клуба
«Стратегия развития фондового рынка России»**

**Перспективы развития законодательства о ценных бумагах.
Особенности момента**

С начала обсуждения и подготовки первых законопроектов прошло уже более десяти лет (рабочая группа по закону «О рынке ценных бумаг» была создана в 1994 году, принят – в 1996 году). Однако за прошедшие десять лет фронт законодательных работ не уменьшился, а, пожалуй, даже расширился.

Ключевое качество новых законодательных инициатив – их комплексность. По сути, законодатель все чаще решает вопросы, которые оказываются на границе двух или нескольких областей. Речь идет не просто о законодательстве по ценным бумагам, а также о корпоративном, банковском и, как правило, налоговом законодательстве. Параллельно могут возникать вопросы гражданского или конкурсного права.

Наглядным примером такого закона стал закон «Об ипотечных ценных бумагах», который пока так и не заработал из-за недостаточной проработанности и комплексности изменений.

Другая особенность работы законодателя на сегодняшний момент состоит в большом количестве «хвостов». Существует целый ряд тем, о которых и в Думе, и в Правительстве, и на рынке говорят уже несколько лет, однако воз и ныне там. Законопроекты, если и были подготовлены, то забракованы и либо уже отклонены, либо должны быть заменены новыми редакциями. Среди таких «долгоиграющих» тем – законы об инсайдерской информации и о срочном рынке. В данном случае, видимо, можно говорить о недостаточной координации ведомств и недостаточной политической воле. Потому что с актуальностью тем и необходимостью изменений никто не спорит, но как только готовится конкретный текст, к нему сразу появляется слишком много концептуальных претензий.

И, наконец, третья наша застарелая проблема – это очень медленное расширение числа финансовых инструментов. Говорится об этом очень много, но результата за последнее время не было достигнуто. Современные финансовые техники и новые финансовые инструменты остаются изгоями на российском финансовом рынке. Правда, участники обходят и эту трудность – рынок все более смещается на Запад. Иностранные юрисдикции способны предоставить участникам как уже существующий ликвидный рынок, так и необходимые юридические формы. Тем самым можно говорить о чрезвычайно тревожном факте – потере конкурентоспособности российским финансовым рынком. Во многом причиной такой

неконкурентоспособности является слабая законодательная база и отсутствие необходимого рынка инструментария.

Таким образом, еще раз указывая на проблемы рынка, хочу отметить:

- сложность и комплексность новых необходимых и разрабатываемых документов (законопроектов);
- низкий уровень приоритетности с точки зрения власти и как результат — большое число «зависших» и нерешенных проблем, а как следствие — утрата рынком конкурентоспособности.

Думаю, всем хорошо известно содержание последнего Плана Правительства по развитию финансовых рынков. В нем обозначены как меры по развитию законодательства, так и в целом нормативной базы, а также организационные шаги.

Инсайдерская информация

Весной Дума отклонила прежнюю редакцию закона «Об инсайдерской информации». При этом мы взяли на себя инициативу подготовить концепцию нового законодательного акта, которая учла бы все высказанные претензии. Такая работа проделана, и в конце месяца мы намерены представить в Думе новую концепцию закона, разработанную с учетом последнего европейского опыта и предложений профучастников. Тема инсайдерской торговли весьма актуальна для российского рынка. Несмотря на то, что данный термин не используется в законодательстве, средства массовой информации регулярно сообщают о подозрениях такого рода.

Инсайд проявляется на всех сегментах рынка – на рынке акций, на рынке облигаций, на рынке валютных ценных бумаг.

Только за последний год более десяти громких случаев попало на первые страницы газет.

Информация об объединении ЮКОСа и «Сибнефти» в апреле 2003 года: оценочный доход инсайдеров — более 10 млн. долл.

Сведения о производственных планах и финансовых показателях «Сибнефти» в январе 2004 года: оценочный доход инсайдеров — более 2 млн. долл.

Ситуация с облигациями Московского комбината хлебопродуктов, чудом избежавших дефолта, в марте 2004 года: оценочный доход инсайдеров — более 1 млн. долл.

Дважды повторившаяся история с международными рейтингами России. В октябре 2003 года за два часа до опубликования нового рейтинга Moody's — рост на рынке еврооблигаций России. 27 января 2004 года за 15 минут до официального объявления о повышении рейтинга России агентством Standard&Poor's начался резкий рост российских акций и облигаций на биржах.

В России отсутствует ответственность за подобные действия.

Кроме того, нет реальных механизмов, позволяющих выявлять и предотвращать такие действия.

Концептуальным положением Законопроекта является запрет лицам, располагающим инсайдерской информацией (из числа первичных и вторичных инсайдеров) при определенных условиях совершать сделки с инсайдерскими ценными бумагами, передавать инсайдерскую информацию третьим лицам и консультировать на ее основе, а также манипулировать рынком. Действия, на которые налагается названный запрет, обобщенно обозначаются термином «инсайдерская торговля» и манипулирование (злоупотребления).

Таким образом, закон служит цели ограничить, вплоть до запрета, инсайдерскую торговлю, а также обеспечить возможность контроля над соблюдением этого запрета со стороны государственных надзорных органов. Цель закона – предотвращение, выявление и пресечение случаев инсайдерской торговли и манипулирования рынком. Предметом закона должно быть не регулирование отношений по поводу инсайдерской информации — он прежде всего направлен на предотвращение, выявление и пресечение операций с ценными бумагами, осуществляемых лицами, располагающими инсайдерской информацией или осуществляющими манипулирование.

Срочный рынок

Другая старая проблема – законодательство о срочном рынке и о деривативах. Мне кажется, что здесь критическая масса уже накоплена и можно ждать решений в течение 2005 года. Важно опять не погрязнуть в решении теоретических задач. Рынок внебиржевых инструментов нуждается прежде всего в исковой защите и неттинге. И это задачи первоочередной важности. Все прочие сегменты срочного рынка, в принципе, могут развиваться и неплохо развиваются в нынешних законодательных рамках. Для них нужно говорить о последовательном совершенствовании законодательства.

Все более очевидными становятся проблемы, связанные с неразвитостью инструментов страхования рисков. Главными причинами этого оказывается слабость страховой отрасли и отсутствие развитого рынка деривативов.

Несмотря на бурный рост страховой индустрии, она до сих пор находится в стадии становления. Суммарная капитализация национальных страховых компаний не позволяет говорить об их заметном влиянии на экономику. Доля страховых услуг в ВВП немного превышает 2%.

Куда более серьезное отставание имеет место на рынке деривативов. Суммарные объемы и качество этого рынка оказываются не сопоставимыми с потребностями экономики. Среднегодовой объем срочных биржевых операций составляет не более 10 млрд. долл., при размере ВВП около 550 млрд. долл. Отношение суммарной величины открытых позиций к макроэкономическим показателям оказывается и вовсе ничтожным. Кроме того, речь идет о крайне ограниченном выборе инструментов – фьючерсах на акции, индексы и валюту. В результате экономические

субъекты не могут использовать торгуемые на национальном рынке инструменты в целях страхования валютных, процентных или ценовых рисков.

Развитие торговли деривативами в России тормозится из-за целого ряда причин, среди которых: относительная молодость финансового рынка, наследие кризиса 1998 года, отсутствие поддержки со стороны государства, законодательные пробелы. Причем последний фактор эксперты, как правило, выделяют особо.

Дистрофия рынков, имеющих ключевое значение в системах риск-менеджмента, оказывает резко негативное влияние на сектор государственных финансов, поскольку покрывать большую часть рисков вынуждено государство и федеральный бюджет. Таким образом, построение системы рыночного управления рисками приобретает для России стратегическое значение.

Если до весны Правительство не внесет предложения по изменению Гражданского кодекса – прежде всего в части судебной защиты и законодательства о банкротстве – в части неттинга, то депутаты, видимо, сделают это сами. Соответствующие законопроекты уже готовим.

Секьюритизация

Еще одна важная тенденция, о которой необходимо упомянуть: возрастание роли банков как участников рынка ценных бумаг — прежде всего не как трейдеров, а как эмитентов. Банкиры в конце концов осознали (и здесь катализатором выступил летний кризис), что рынок ценных бумаг остается важным незадействованным резервом рефинансирования банковской системы. Пока же рынок капиталов и, в частности, рынок рублевых эмиссионных ценных бумаг оказывается слабо востребован банками. Таким образом, единственным источником длинных пассивов российских банков оказываются западные валютные кредиты.

Можно сказать, банки сегодня просто игнорируют рынок эмиссионных ценных бумаг. На начало года стоимость обращающихся на рынке долговых обязательств банков составляла около 20 млрд. долл. Однако это в основном векселя и сберегательные сертификаты. Объем выпущенных банками рублевых облигаций не превышает 20 млрд. рублей. Для сравнения: объем средств только физических лиц, привлеченных в депозиты, превышает 1,5 трлн. рублей, т.е. в 80 раз больше.

Эти цифры заставляют всерьез задуматься как о путях развития банковской системы, так и о месте банков на фондовом рынке. Очевидно, что без выхода банков на рынок капиталов, использования новых видов ценных бумаг и финансовых инструментов банковская система просто не сможет аккумулировать достаточные объемы длинных денег.

Сегодня мы всерьез говорим о необходимости выхода банков на новый уровень – выпуск облигаций, обеспеченных залогом ипотечного покрытия, ипотечных облигаций. Однако надо признать, что еще не пройден первый этап. Кредитные

организации пока не освоили в полной мере выпуск обычных, не обеспеченных корпоративных облигаций. Конечно, наличие обеспечения повышает надежность долговых бумаг банков, позволяет повысить интерес со стороны инвесторов. Видимо, наиболее интересный сегодня вид таких бумаг – ипотечные облигации, которые обеспечены залогом ипотечного покрытия. Законодательство об ипотечных ценных бумагах, возможно, наиболее значительное приобретение рынка за последний год. В перспективе объем этого рынка будет исчисляться десятками миллиардов долларов. Не менее важна и его роль в реализации экономической и социальной политики.

Кардинальным и современным решением проблем в данной сфере могла бы стать секьюритизация финансовых активов, в том числе кредитных организаций. Совместно с Международной финансовой корпорацией мы думаем о том, как превратить в законопроекты предлагаемые ею подходы. Через неделю мы проводим в Думе презентацию Доклада МФК, который посвящен правовым проблемам развития законодательства о секьюритизации в России и предложениям по совершенствованию законодательства. Более двух лет активно обсуждается идея внедрения на российской почве новых финансовых технологий, прежде всего секьюритизации и выпуска ценных бумаг, жестко привязанных к активам эмитента – *asset-backed securities*. Близкие по смыслу идеи законодатель уже заложил в законе «Об ипотечных ценных бумагах» в виде ипотечного агента – спецюрлица, выпускающего ипотечные ценные бумаги и не ведущего другой деятельности.

Как и деривативы, секьюритизация дает новые инструменты, позволяющие управлять рисками и продавать риски, прежде всего кредитные. На развитых рынках обращается целый класс соответствующих ценных бумаг, которые сегодня не известны в России – кредитные ноты (*credit-linked notes*), сертификаты участия в кредитном риске и т.д.

Пока в этой сфере российские финансовые посредники полностью безоружны – в России отсутствует регулирование этого сегмента рынка. В результате в выигрышной ситуации оказываются западные финансовые институты. Договоры, как правило, заключаются по британскому праву, и российские кредитные организации оказываются в роли «подмастерьев» у своих западных коллег.

Ипотечные ценные бумаги

До конца года будут приняты поправки в закон «Об ипотечных ценных бумагах», которые относятся к регулированию выпуска облигаций с ипотечным покрытием, а также содержат дополнительные требования к ипотечному покрытию. В законе «Об ипотечных ценных бумагах» устанавливается, что ипотечное покрытие исключается из конкурсной массы при банкротстве кредитной организации,

осуществляющей эмиссию облигаций с ипотечным покрытием. И за счет этих средств будут удовлетворяться права держателей бумаг. Это позволит многократно повысить надежность ценных бумаг данного вида. Вместе с поправками в закон «Об ипотечных ценных бумагах» мы предлагаем внести соответствующие изменения в законы «О несостоятельности (банкротстве)», «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».

В закон вводятся две новые статьи, которые регулируют порядок продажи ипотечного покрытия в случае банкротства. В случае принятия арбитражным судом решения о признании организации – эмитента облигаций с ипотечным покрытием банкротом и об открытии конкурсного производства, из имущества указанной организации, составляющего конкурсную массу, исключается имущество, входящее в состав ипотечного покрытия, залогом которого обеспечивается исполнение обязательств по облигациям.

Права (требования) кредиторов — владельцев облигаций с ипотечным покрытием не включаются в реестр требований кредиторов организации – эмитента указанных облигаций. При этом формируется реестр требований кредиторов — владельцев облигаций с ипотечным покрытием на основании данных реестра владельцев облигаций с ипотечным покрытием.

Владельцы облигаций с ипотечным покрытием вправе претендовать на удовлетворение своих требований в рамках конкурсного производства только в пределах суммы, недополученной при продаже ипотечного покрытия в порядке, предусмотренном настоящим законом.

Далее, новые поправки предусматривают две принципиальные возможности: (1) сохранение ипотечного покрытия, когда происходит его продажа целиком новому лицу и к этому же лицу переходят все обязательства по ипотечным бумагам, и (2) распродажа покрытия, когда происходит досрочное погашение бумаг. Дословно в проекте сказано: «Реализация ипотечного покрытия может осуществляться путем (1) продажи ипотечного покрытия с обязательством покупателя выполнить все условия, предусмотренные решением о выпуске (выпусках) облигаций, обеспеченных залогом данного ипотечного покрытия, (далее – замена эмитента) или (2) продажи имущества, составляющего ипотечное покрытие, с распределением полученных денежных средств между владельцами облигаций, обеспеченных залогом данного ипотечного покрытия (далее – продажа ипотечного покрытия)».

Процедуру реализации ипотечного покрытия в целях удовлетворения требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием осуществляет конкурсный управляющий в порядке, предусмотренном настоящим законом.

Конкурсный управляющий обязан продать составляющее ипотечное покрытие имущество и осуществить расчеты в соответствии с настоящим законом не позднее девяти месяцев со дня принятия арбитражным судом решения о признании организации — эмитента облигаций с ипотечным покрытием банкротом и об

открытии конкурсного производства.

Продажа имущества, составляющего ипотечное покрытие, осуществляется в порядке, установленном Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)».

Денежные средства, входящие в состав ипотечного покрытия и полученные при реализации ипотечного покрытия, направляются на удовлетворение требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием, включенным в реестр кредиторов – владельцев облигаций с ипотечным покрытием. Если при выпуске облигаций с ипотечным покрытием была установлена очередность исполнения обязательств по нескольким выпускам облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием, требования владельцев облигаций с ипотечным покрытием удовлетворяются в установленной очередности.

Кроме того, новые поправки дают право банку напрямую выпускать ипотечные сертификаты участия.

Также вводится возможность многотраншевых, структурированных выпусков ипотечных ценных бумаг.

В законе также определяются жилищные ипотечные облигации (когда в ипотечное покрытие включаются только жилищные кредиты, нет кредитов под недострой и нет кредитов под коммерческую недвижимость). В дальнейшем такие облигации будут допущены в состав активов пенсионных фондов.

Не менее важно снять запрет на выпуск облигаций, которые сегодня установлен в Гражданском кодексе, законах об АО и ООО (ограничение объема эмиссии собственным капиталом, которое отменяется).

Центральный депозитарий

В последнее время актуализировалось обсуждение темы Центрального депозитария. Под таким названием эта тема обозначена в Плане Правительства по развитию финансового рынка. Участники рынка уже начали активно обсуждать предварительный вариант концепции закона «О Центральном депозитарии».

И здесь, как мне кажется, возникло недопонимание между участниками обсуждения. С 2001 года в Думе обсуждаются поправки в закон «О рынке ценных бумаг», которые содержат новые редакции статей 7 и 8 закона (регулирующих депозитарную и регистраторскую деятельность). Поправки были приняты в первом чтении, хотя все признавали их несовершенство.

Критика закона в этой части начала звучать сразу после его принятия (в 1996 году). Поправки готовились с 1998 года, но были внесены лишь в 2001 году и приняты более года назад. За это время российские депозитарии и регистраторы сделали огромный шаг вперед. Для всех стало очевидно несовершенство нынешней редакции закона. Однако мнения разных экспертов относительно дальнейших шагов разошлись. Обсуждается несколько возможных стратегий:

- не трогать закон до тех пор, пока не прояснится ситуация с созданием

Центрального депозитария и перспективами развития инфраструктуры;

- устранить очевидные технические несовершенства закона (в части депозитарной и регистраторской деятельности) и ограничиться лишь точечными поправками;
- заново переписать статьи 7 и 8 закона, чтобы максимально приблизить их к реальности;
- подготовить новый подробный закон «Об инфраструктуре фондового рынка».

Думается, что ключевое противоречие здесь лежит все еще не в полной мере защищенных правах собственника. Российский крупный бизнес хотел бы видеть такую систему учета, которая гарантировала бы его от потери собственности, корпоративных войн и двойных реестров. При этом единственным гарантом сложившегося распределения собственности могло бы, по мнению бизнеса, стать государство. С этой точки зрения задачи обращения ценных бумаг, или то, что профучастники называют Центральным расчетным депозитарием, отодвигаются на второй план. В свою очередь для государства более актуальным представляется не упрощение расчетов, а повышение прозрачности системы учета при одновременном достижении договоренностей с крупным бизнесом о новых правилах игры. С возможностью оперативного контроля над тем, как бизнес выполняет эти правила, например, в части раскрытия структуры собственников. Тем самым с точки зрения крупного бизнеса и государства задача создания Центрального депозитария, по сути, подменяется задачей построения Центрального (контролируемого государством) регистратора – гаранта прав собственности. Такой подход естественным образом входит в противоречие с идеей создания Центрального расчетного депозитария.

На мой взгляд, было бы разумно развести эти две задачи или, по крайней мере, не смешивать их. Для этого необходимо разобраться с терминологией и существом проблем, которые наметила решить каждая из сторон.

Снижение кредитных рисков – обеспечение и кредитные истории

Важной задачей является повышение надежности инструментов, обращающихся на рынке, особенно в условиях высоких кредитных рисков и низкой степени доверия к контрагентам. Обеспечение исполнения обязательств – это один из основных способов, применяемых участниками финансовых рынков для снижения рисков, прежде всего кредитного риска. Особенно важно обеспечение при выдаче долгосрочных кредитов. Правовые неопределенности здесь серьезно сдерживают эффективное использование обеспечения. Это, в свою очередь, ограничивает объем деловой активности банков и иных финансовых организаций. На финансовых рынках обеспечительные схемы обычно означают передачу ценных бумаг, денежных средств или иного имущества одной стороной контрагенту, в том числе с использованием клиринговой или

расчетной организации.

В настоящее время одним из основных подходов к обеспечению обязательств является использование залога. Не случайно в банковской стратегии вопросам совершенствования законодательства о залоге уделяется особое место. В этом случае залогодатель остается владельцем актива. Однако существует ряд правовых причин, не позволяющих эффективно использовать залог как обеспечение в финансовом секторе:

- обременительные и трудные для исполнения правила создания, сохранения и исполнения;
- невозможность использования денежных средств в качестве залога, а также залог банковского счета;
- ограничения на использование предмета залога залогодержателем (если он передается залогодержателю);
- ограничения на эффективное распоряжение залогом, в том числе по его реализации, при неисполнении обязательств должником;
- невозможность передачи в залог будущих прав требования или имущества, которое будет приобретено в будущем;
- третья очередность удовлетворения залоговых кредиторов и др.

Предполагается серьезная модернизация законодательства о залоге. В частности, предлагается укрепить права кредиторов, в первую очередь залоговых, и создать условия для становления эффективной системы регистрации залогов, в том числе на движимое имущество.

В частности, Стратегия развития банковского сектора предлагает внеочередное погашение при банкротстве заемщика кредитных требований, обеспеченных залогом, за счет реализации имущества, предоставленного в залог. Указанное имущество должно быть выведено из конкурсной массы при банкротстве должника. Предлагается также упростить и унифицировать процедуры обращения взыскания на предмет залога и удовлетворения обеспеченных залогом требований кредиторов.

В этих целях намечено внести изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации, Федеральные законы «О залоге», «О несостоятельности (банкротстве)», «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».

Стратегия предлагает расширить возможность использования внесудебных процедур обращения взыскания на недвижимое имущество, являющееся предметом залога, путем предоставления права залогодержателям заключать нотариально удостоверенное соглашение с залогодателями — юридическими лицами в любой момент действия обязательства, вытекающего из кредитного договора, а не только после возникновения оснований для обращения взыскания на заложенное имущество. Требования к обеспечению обязательств на финансовом рынке в России должны быть такими же, как в странах с развитыми рынками капитала. Правовые

механизмы должны обеспечивать конкурентоспособность российского рынка. Для этого необходимо создать безопасный и стабильный режим проведения операций на рынке.

Другой законопроект, который вот-вот выйдет из Думы, пока как будто прошел мимо участников фондового рынка. Однако он — закон «О кредитных историях» — дает им возможность предложить клиентам формирование кредитной истории. Это возможно в том случае, если они, например, предоставляют им заем ценных бумаг.

Проект закона в мае 2004 года был внесен депутатами в Думу, а в июне-июле принят в первом и втором чтениях. Этот документ входит в состав пакета законопроектов, подготовленного правительством и парламентом и направленным на развитие рынка доступного жилья.

Принятие закона позволит банкам, и не только банкам, на основе договоров с кредитными бюро начать формирование масштабных баз данных кредитных историй. Однако немедленного эффекта от его принятия не последует. К тому же, в данном случае договорная база имеет скорее не финансовый, а информационный характер.

Согласно закону кредитная история — это информация, состав которой определен Федеральным законом и которая характеризует исполнение заемщиком принятых на себя обязательств по договорам займа (кредита), и хранится в бюро кредитных историй. Само бюро кредитных историй должно быть коммерческой организацией, которая оказывает услуги по формированию, обработке и хранению кредитных историй, по предоставлению кредитных отчетов, а также проводит скоринг. Мы отказались от идеи центрального бюро кредитных историй и оставили только Центральный каталог при Банке России. Эта структура хранит только титульные части кредитных историй и помогает конкретному лицу найти те бюро, в которых находится его история.

Информация в бюро кредитных историй предоставляется только при наличии письменного согласия лица. С другой стороны, запрос кредитного отчета также возможен только с письменного разрешения. Все действия с кредитной историей, по сути, должны быть санкционированы ее субъектом.

Полагаю, что кредитные бюро как инструмент контроля над кредитными рисками проявят себя через 3-5 лет. Именно столько времени потребуется для накопления «критической массы» кредитных историй. Поэтому к созданию полноценных бюро требуется активно привлекать небанковский сектор — операторов связи, компании, предоставляющие потребительский кредит, предприятия жилищно-коммунальной инфраструктуры.

Необходимо искать стимулы для привлечения поставщиков информации, нужны государственные программы по привлечению кредитных бюро в сферу ЖКХ. Привлечение кредитных бюро в коммунальную сферу позволит повысить про-

зрачность расчетов, оптимизировать платежную инфраструктуру, создать достоверную статистическую базу, организовать эффективную работу с просроченной задолженностью, а также будет способствовать развитию системы ипотечного кредитования.

О подготовке Стратегии развития рынка ценных бумаг

Ситуация, складывающаяся сегодня на рынке ценных бумаг, характеризуется позитивной динамикой и устойчивым ростом. Растут не только котировки, но и увеличивается число эмитентов, крепнет инфраструктура, население через ПИФы все более активно выходит на рынок. А значит, растет общее число инвесторов.

Кроме того, большое значение имеет субъективный фактор. С созданием нового регулятора – Федеральной службы по финансовым рынкам – многие участники связывают надежды на новые решения в сфере надзора, контроля и законодательства.

Однако за всеми эти позитивными моментами хотелось бы видеть целостную картину и перспективу — прогнозируемый и просчитанный вектор развития.

На повестке дня стоит вопрос о подготовке Стратегии развития российского рынка ценных бумаг на ближайшие четыре года. Наверное, в качестве образца могла бы быть выбрана Стратегия развития банковского сектора.

Необходимо подумать о главной задаче (стратегической цели), которая стоит перед рынком. Например, в банковской программе удалось обозначить ее максимально четко — увеличение кредитования реального сектора со стороны кредитных организаций. Очень хотелось бы найти такую же емкую формулу для рынка ценных бумаг, но, наверное, это не так просто. Говорить о росте капитализации, видимо, неверно. Этот показатель зависит от внешнеэкономической конъюнктуры. Важным критерием является приход на рынок массового российского инвестора. Но и он не всеобъемлющий. Более общая цель состоит в повышении конкурентоспособности рынка, которая понимается в самом широком смысле. Таким образом, главную задачу Стратегии можно было бы сформулировать так: «Сделать российский фондовый рынок массовым и конкурентоспособным».

Ранее даже звучали предложения о том, чтобы Дума ежегодно рассматривала правительственную Программу развития рынка ценных бумаг (по аналогии с Единой программой государственной денежно-кредитной политики).

Хотелось бы, чтобы при этом законодательные и административные решения оценивались с учетом заявленных в стратегии приоритетов.

Однако не менее важен другой аспект – привлечение внимания власти и населения к самой отрасли ценных бумаг, к осознанию ее значения для экономики в целом.