

брокер исторические страницы



Бумаги все стерпят

Круглые цифры всегда оказывают на людей завораживающее действие. Просто страшно себе представить, какого количества славных юбилеев и пышных торжеств лишилось бы человечество, если бы вместо десятичной системы исчисления, скажем, шестнадцатеричную. Кааалось бы, какая, в общем-то, разница, сколько лет на самом деле Москве или Казани, тем более что точную дату основания старых городов установить в принципе проблематично? Но нет, юбилей есть юбилей — надо отпраздновать, развлечь народ и поднять патриотический дух. Так что дело, конечно, не в цифрах, а в самом процессе отмеча.

И здесь фондовый рынок дает огромный простор для полета фантазии. Ведь помимо круглых дат и цифр можно еще изобрести бесчисленное количество «важных уровней поддержки», «уровней сопротивления», да и просто «психологически важных уровней». В этом смысле десятилетия юбилей индекса РТС, отмечающийся в этом сентябре, представляет собой счастливое исключение. Во-первых, поскольку известна точная дата появления индекса на свет — 1 сентября 1995 года. Во-вторых, поскольку этот индекс, без сомнения, самый популярный на данный момент индикатор российского рынка акций. И в-третьих, поскольку это самый естественный из всех перечисленных видов праздников: даты, кратные десяти годам, несомненно, принято отмечать.

Но любой юбилей — это, конечно, не только повод выпить и закусить или еще как-нибудь развлечься. Трудно представить себе подобный праздник без воспоминаний — серьезных и не очень, как правило, немного ностальгических, иногда — с попытками разобраться в событиях прошедших дней. Вот и мы решили на «Исторических страницах» «Коммерсантъ-Брокера», приуроченных к десятилетию индекса РТС, вспомнить историю российского рынка акций.

При этом, как и принято в подобных случаях, мы не будем заострять внимание на трагических моментах, которых тоже было предостаточно — все мы помним, как брокеров убивали, как исчезали в неизвестном направлении имущество бирж и записи в реестрах акционеров... Впрочем, по сравнению с другими секторами российской экономики фондовый рынок в этом плане, пожалуй, отделался малой кровью.

Основное же внимание мы решили уделить виновникам торжества — людям, работавшим на фондовом рынке все эти годы. Их воспоминания, во многом субъективные, наверное, лучше всего могут позволить понять, какой путь прошел отечественный фондовый рынок за пятнадцать лет своего существования. Отметим, кстати, что, говоря о рынке, они часто используют термины «ноябрь», «зрелость» и т. п., тем самым невольно сравнивая его с человеком. Что еще раз подчеркивает сходство «общественных» праздников с обычными, «человеческими». Любителям же объективности и поклонникам статистики (речь о рынке все-таки мы предлагаем взглянуть на график в нижней части этой и последующих трех страниц, где мы отметили события, более всего повлиявшие на индекс РТС за время его существования).

Кроме того, готовя материалы для «Исторических страниц», мы вдруг осознали, что на российский фондовый рынок слишком мало праздников. Ну отмечают периодически ММВБ и РТС свои юбилеи, да незабвенный день 17 августа кое-кто поминает — и все, в общем-то. Поэтому мы решили предложить всем, кто считает себя причастным к рынку ценных бумаг, еще несколько памятных дат, которые можно периодически отмечать (см. стр. 36). Тем же, кому эти поводы не по душе или их окажется мало, можем посоветовать еще раз взглянуть на упомянутый график.

Впрочем, возможно, что когда вы читаете эти строки, на рынке уже успел созреть новый повод для праздника. Этой мыслью был подписан в печать 27 сентября и не исключено, что за это время, пока он печатался в Финляндии, индекс РТС уже успел перевалить за круглую отметку в 1000 пунктов. А это означает десятикратный рост за десять лет количественных наблюдений на рынке. Или примерно 26% годовых. Так что можно смело утверждать, что российские ценные бумаги все стерпят — ни дефолты, ни отставки президентов, ни аресты олигархов им в конечном итоге ничпом.

Пятнадцатилетний капитал

экспертная оценка

В этом году отечественному рынку акций исполняется 15 лет. Поэтому нам показалось интересным вспомнить о том, какие ключевые этапы прошел российский рынок акций, и оценить его перспективы. Побеседовав с несколькими экспертами, стоявшими у истоков рынка и внесшими заметный вклад в его становление, корреспондент «Б» Петр Рушайло сделал вывод, что именно сейчас рынок вступает в новую фазу развития. И если худшие его времена, возможно, и остались позади, то наступление лучших в обозримом будущем — под большим вопросом.

Как известно, всяк кулик свое болото хвалит. Поэтому мы даже не надеялись на то, что опрошенные нами эксперты придут к консенсусу, тем более что взгляды их порой диаметрально противоположны. Действительно, известно, что председатели ФКЦБ Дмитрий Васильев (1995–1999 годы) и Игорь Костиков (2000–2004 годы), мягко говоря, не всегда одобряли политику друг друга. А гендиректор ММВБ Александр Потемкин работал зампредом в Банке России и возглавлял биржевой совет этой биржи во времена ожесточенного конфликта ФКЦБ с ЦБ и ММВБ. Да и от участников рынка едва ли можно было ожидать единодушия. Возглавляемому Рубеном Варданяном «Тройку Диалог» всегда считали компанией, которая ориентируется на крупных клиентов, работающих в РТС, тогда как «Алор» Анатолий Гавриленко был одним из первых компаний, начавших развивать интернет-трейдинг, ориентируясь на торговлю через ММВБ. Тем не менее в главном — оценке основных этапов развития рынка — эти люди в целом сошлись.

Разговор по понятиям

Прежде чем говорить о каком-либо явлении, надо, по крайней мере, понять, что оно собой представляет, и определиться с терминологией. Именно этот процесс самоопределения, по мнению наших экспертов, и стал первым этапом развития фондового рынка России. Началось все еще в советские времена, когда спекуляторы сажали.

Игорь Костиков: «Наверное, все началось с появления в Советском Союзе понятия «акция» и «облигация». 19 июня 1990 года было принято соответствующее постановление правительства СССР. Для меня это знаковое событие, потому что фактически это было признанием частной собственности, что гораздо шире, чем сами понятия акции и облигации, не говоря даже о рынке в целом. И, если помните, началась бурная эйфория по поводу возможностей, которые открываются в данном направлении. Никто ничего не знал, никто ничего не понимал, но эта эйфория продолжалась вплоть до первых приватизационных аукционов. Роль фондового рынка в экономике тогда, конечно, была ничтожной, но важно было то, что такие понятия, как «фондовый рынок», «акции», «облигации», «биржа», «брокер», стали появляться в общественном сознании. И это заставило большую круглолюдей, заинтересованных в первую очередь в зарабатывании денег, обратить внимание на эти механизмы, попытаться изучить и освоить практику работы с ними. И народ начал учиться, причем не только в России, но и за рубежом — люди ездил в Германию, Англию, США, чтобы воспринять западный опыт и попробовать на этом рынке что-то сделать».

Александр Потемкин: «На этапе акционирования основных российских государственных предприятий в начале 90-х годов участники еще фактически не существовавшего рынка учились выживать в еще не оформившейся и плохо регулируемой рыночной среде. В это время методом проб и ошибок выработались основные правила рынка и происходила глобальная трансформация собственности и перестройка сознания заметной части населения».

Главным событием того времени, безусловно, стало появление ваучеров. Дмитрий Васильев: «Этот период проходил под знаком ваучера как главной ценной бумаги. Приватизационными чеками начали торговать сначала на улице, потом на биржах, потом уже стали торговать и акциями компаний. Ваучерная приватизация резко увеличила предложение на рынке ценных бумаг. Поэтому это был период, когда люди знакомы с предметом торговли».

Александр Потемкин: «Приватизация принесла еще один интересный эффект — обучающий. Население России было психологически не готово к участию в организованном рынке ценных бумаг, однако в большинстве своем уже позиционировало себя как герой рекламы Лены Голубков в роли МММ. Стремясь стать не «халващиками», а «партнерами», россияне на своем опыте познавали все плюсы и минусы рыночных отношений. Крах финансовых пирамид стал для многих крахом надежд. Од-

нако они воспитали абсолютно новое поколение людей, которое уже не смотрело в рот государству, а принимало самостоятельные решения. Именно в это время население впервые почувствовало вкус к собственности, началась трансформация homo sovieticus в «человека рыночного». Буквально за пару лет был сформирован значительный социальный слой владельцев акций, что заложило основу для становления национального фондового рынка».

Интересно, что все наши эксперты, описывая период становления рынка, использовали выражения, которые характеризуют стадии развития личности — детство, обучение и проч. Часто встречалось и слово «романтика».

Дмитрий Васильев: «Это был период романтизма — мы в детстве все романтики, вот это и было детство... И закончился он, когда конец ваучерной приватизации совпал с крахом пирамид. Помните, МММ — это август 94-го года. Русский дом селена — чуть позже. Это было время отрезвления после первоначальной стадии, очень важное и довольно тяжелое для всех. Потому что масса людей играла на рынке не только в акции, а в первую очередь в эти пирамиды. Многие чиновники, по моим сведениям, вкладывали именно в «Хопер». И отрезвление имело важный обучающий эффект, когда люди становятся более осторожными во вложениях, начинают понимать, что это не игрушки, это реальные деньги, реальные потери и т. д. И стало понятно, что на рынке не хватает правил. И тогда правительство решило, что надо создавать комиссию по ценным бумагам. МММ на самом деле — это мать комиссии по ценным бумагам в прямом смысле слова. В ноябре 1994 года ФКЦБ как раз и была создана».

Как видим, в то время «фондовый ликбез» проходили не только широкие слои населения, но и чиновники. А также участники рынка. Анатолий Гавриленко: «1991–1995 годы — это период, который я бы назвал юношеским, романтическим. Поскольку нынешние столпы фондового рынка, руководители таких компаний, как «Тройка Диалог» или «Алор», тогда, когда это все начиналось, были молодыми ребятами 21–22 лет. Отсюда и юношеский романтический настрой. Ну, например, откуда взялось название одной из крупнейших наших компаний — «Тройка Диалог»? Если бы серьезные люди думали, с маркетолога бы советовали, наверное, название было бы немножко другим. А тогда вот ребята считали, что диалог в России возможен только на троих. Кроме того, этим ребятам и учиться фондовому рынку в России практически было не у кого, так как в России на фондовом рынке не было глубоких национальных бизнес-традиций. В отличие от газовой или нефтяной промышленности. Не было приемлемой истории, которую можно было бы просто продолжать или развивать, не было патриархов профессии, которое подражает, некого приподнять на пьедестал и считать авторитетом».

Отметим, что самым «молодым ребята» все происходящее вокруг тогда, возможно, и казалось чем-то естественным. Но сейчас — точно нет. Рубен Варданян: «Началось все в 1989–1990 годах, когда пошли первые выпуски ценных бумаг — КамАЗа, банка МЕНАТЕП. Тогда было 686 млрд, огромное количество этих ценных псевдобумажек, которыми торговали, на которые раздувались цены. Но уже в конце 92-го и в 93-м году с появлением ваучеров возникли и первые реальные брокеры, у которых клиентами были как западные, так и наши корпорации, причем крупные. Только через «Тройку» прошло 2,5 млн ваучеров. А 1994 год стал первым годом активной торговли акциями. Тогда каждая сделка давала стопроцентную доходность, была знаменитая история, когда цена бумаг «Коминфит» в течение месяца сначала взлетела на 1000%, а потом провалилась до исходного уровня. И конечно, это был крайне непрозрачный, дикий рынок. Никаких правил, никакого нормального регулирования».

Разведка боем

Вторым крупным этапом в развитии российского рынка акций наши эксперты назвали период с 1995 по 2000 год. Невероят-

но, но факт: лишь один из собеседников, «Б» провел еще одну грань — до дефолта 1998 года и после него, да и то обозначил ее не очень четко. Для бывших руководителей ФКЦБ такое деление можно считать естественным (они отмечают границы собственной области у власти), однако мнение всех остальных экспертов ясно показывает, что сам по себе кризис скорее был лишь эпизодом, укладывавшимся в логику построения рынка тех времен. Главным же оказалось то, что за эти пять лет методом проб и ошибок была обкатана современная система построения рынка акций.

Первый шаг сделало государство. Дмитрий Васильев: «Комиссия по ценным бумагам при президенте России была создана еще в 1993 году, но это был совещательный орган, который реально не работал. Образованная в 1994 году новая комиссия во главе с Анатолием Чубайсом тоже была составлена из представителей разных министерств и ведомств, но она начала пытаться устанавливать какие-то правила. Одновременно, что очень важно, на рынке стал усиливаться интерес к тому, чтобы самим установить правила. В том числе началось движение за создание РТС, активная работа в рамках НАУФОР. Конечно, была западная помощь, но важно, что было внутреннее движение. Не было бы брокеров, которые хотели это сделать, это были бы мертворожденные организации. И начиная с весны 1995 года мы в ФКЦБ начинаем принимать правила игры на рынке — по эмиссии ценных бумаг, по брокерам, начинаем делать нормативную базу по паевым инвестиционным фондам. И это оказалось работающее идеи — паевые фонды до сих пор существуют и развиваются. А в декабре 1995 года был принят закон об акционерных обществах. Он тогда прошел очень спокойно, но этот закон был «на вырост». Это до сих пор один из лучших законов об АО в мире — у нас более жесткое корпоративное законодательство, чем в Америке. Кумулятивное голосование — это выдающееся достижение. У нас есть ежегодные переборы совета директоров, чего нет в США, где советы директоров выдвигают кандидатов в новый совет директоров. А у нас акционеры эффе-ктивнее. Это другой мир. У нас мир акционерной демократии, нормального капитала. Правда, конечно, практическое применение по-прежнему страдает...»

Александр Потемкин: «Началом второго этапа развития рынка можно считать 1996 год, когда был принят закон о рынке ценных бумаг. Он на базе общемировых принципов описал права и основные требования участникам фондового рынка — регистраторам, депозитариям, брокерам и биржам-организаторам торгов».

Одновременно с попытками построить инфраструктуру государство начинает подбрасывать брокерам жирные куски в ходе процесса приватизации ключевых предприятий страны.

Рубен Варданян: «1996–1997 годы — это расцвет брокерских компаний на фоне залогов аукционов и роста рынка. Конечно, эта приватизация проводилась не рыночным путем. Но в рамках залоговых аукционов приватизировались крупнейшие компании, которые были интересны стратегическим западным инвесторам. А это вызвало появление на нашем фондовом рынке больших западных брокерских домов — практически все они к 1997 году пришли в Россию, открыв здесь свои представительства и дочерние компании».

Впрочем, далеко не всем участникам рынка это нравилось. По крайней мере, значительная часть времени вызывает явное раздражение. Анатолий Гавриленко: «Несмотря на создание ФКЦБ и принятие закона об АО, законов четких тогда не было. Никто не понимал, что такое инсайдер, что такое настоящий срочный рынок, а фондовый рынок вообще как такового, кроме РТС, тогда не было, что тут говорить! Был очень непрофессиональный рынок. И было благоговение перед западными авторитетами. Не случайно Дмитрий Васильев пригласил для разработки всего, чего только можно, специалистов из Гарварда, которых потом судили в США за то, что они творили на нашем рынке, используя служебное положение для личного обогащения. Это же только любители-непрофессионалы могли позвать таких консультантов и слепо верить им. А вспомните, как во многих крупных компаниях менеджмент почти целиком набирался с Запада, так как их руководство искренне было уверено, что это главное условие для успеха компании. И еще была вера в вечный рост рынка — ведь с начала 1996 до осени 1997 года он рос постоянно. Профессионалы бы давно поняли, что он не может так расти, да еще при таких процентных ставках. Я тогда разговаривал с президентом очень известного японского холдинга, и он спросил, какие проценты зарабатывает наша компания на вложенный капитал. Я ему ответил, что где-то 110–120%. Он хохотал минут пятнадцать. Я говорю: «А вы не хотите попробовать?» А он: «Да вы что? Конечно, не хочу». Но у других была вера в этот постоянный рост, вера в особый

путь России. И иностранцы, и мы поверили. И друг друга подогрели этой верой. Поэтому пришло большое количество западных фондов, которые привели сотни миллионов долларов и начали скупать все подряд и раздувать все эти пузыри».

Чем дело закончилось, известно всем — крахом 1998 года. После чего отечественный рынок акций находился в аморфном состоянии до 2000 года. Наши эксперты назвали этот период «отрезвлением», хотя, учитывая его длительность, слово «похмелье», пожалуй, подошло бы больше. Рубен Варданян: «Самым удивительным для брокерского сообщества было то, что, несмотря на кризис 1998 года, большинство брокеров выполнили свои обязательства друг перед другом, хотя многие компании исчезли или уменьшили активы. Это было удивительно на фоне повального отказа от выполнения обязательств в других секторах финансовой индустрии. А 1999 год — это фактически замораживание всей активности, уход западных банков из России, полная потеря интереса к нам со стороны Запада. Очень мало компаний реально работало в этот момент на рынке».

Залечивая раны, рынок пытался понять, что произошло, и сделать выводы на будущее. Александр Потемкин: «Кризис 1998 года, равно как и ваучеризация, носил и обучающий характер. Он стал той встраивающей, которая была необходима для дальнейшего развития фондового рынка. Компании, выжившие в этот период, по-новому взглянули на сам процесс управления предприятием, а инвесторы научились пристально следить за информационными потоками и методами оценки рисков».

Анатолий Гавриленко: «После 1998 года началась настоящая работа. Люди поняли, что чудес не бывает, что законы капитала написаны для всех, что дефолты бывают не только на частных биржах, таких как Московская товарная, но и на ММВБ, и даже государство может себя так повести, и что Запад далеко не панацея. Мы начали с большим интересом и вниманием относиться к отечественным клиентам. И начали понимать, что не все так красиво и спокойно в России, надо думать о выходе за рубеж и учиться работать на иностранных биржах».

Игорь Костиков: «Проблемы, возникшие в 1997–1998 годах заставили народ гораздо более серьезно относиться к рынку, понять, что это вещь сложная и нужно уметь профессионально оценивать ситуацию. И на основе этого понимания в конце 99-го года начался этап построения рынка уже на другой основе, более профессиональной, с понятием рыночного риска. Пришло понимание того, что АО несет в себе риски и они должны регулироваться — это появление проблемы корпоративного управления. Что инвестиционные фонды в том виде, в котором они существовали, несут огромные риски и их нужно регулировать. Плюс достаточно большое количество случаев незаконного перераспределения собственности. То есть целый ряд вопросов, которые необходимо было решить, для того чтобы вывести финансовый рынок на более или менее профессиональный уровень».

Фондовая целина

Развитие событий в следующие пять лет — с 2000 года до наших дней — оценивается нашими экспертами уже гораздо менее единодушно. И это вполне естественно — унификация исторических оценок требует времени. Пожалуй, единственное, в чем сходятся все: этот этап пока самый удачный в истории развития российского рынка, причем не с точки зрения хороших финансовых результатов, а потому, что эти результаты явились итогом планомерной работы. Осталось только понять чей. В этом вопросе каждый, как водится, за себя.

Дмитрий Васильев: «Мне немного сложно оценивать период после 2000 года, но я не думаю, что за это время регулятором было принято много новых правил, изменивших рынок. Значительное влияние оказали другие усилия российского правительства — введение плоской шкалы ставки подоходного налога, усилии по либерализации различных сфер экономики, структурные реформы, например в электроэнергетике. Но кардинальных изменений в нормативной базе не происходило. Рынок развивался на своей собственной основе, осваивая те механизмы, которые были даны ранее. Паевые фонды, новые эмиссии, реструктуризация предприятий в 1997 году были экзотикой, а к настоящему времени все это стало совершенно обыденными вещами. То есть рынок развивается и находится в бы не сказал, что взросло, но уже подростком периоде. И развивается в первую очередь в зависимости от фундаментальных макроэкономических показателей: цены на нефть, разумности инвестиционного климата, проведения или непроведения реформ и т. д.»

Игорь Костиков: «Период с 2000-го по настоящий момент — это все еще период борьбы с теми проблемами, которые возникли после кризиса и после переосмысления реальной роли фондового рынка.

Пришло понимание того, что это инструмент важный, интересный, рискованный и существенным фактором его работы является доверие населения и инвесторов. Конечно, за это время произошел ряд событий, существенным образом повлиявших на развитие рынка. Так, закон о защите прав инвесторов, принятый в 1997 году, к сожалению, на практике инвесторам ничего не дал, хотя и подавал большие надежды. В значительной степени эту проблему решили поправки к закону об АО, которые были приняты в 2002 году, потому что там была прописана более или менее нормальная система защиты прав миноритарных акционеров. Отмечу изменения в законе о бухучете, вступившие в силу с этого года, — там наконец прописаны нормальные процедуры определения чистой прибыли и выплаты дивидендов, что значительно снизило риски миноритарных акционеров. Я также считаю, что очень большую роль в снижении рисков внес процесс создания кодекса корпоративного поведения — он привлек внимание огромного количества российских эмитентов к проблемам корпоративного поведения и корпоративного управления. И мы видим, как изменились за последние четыре года наши АО. Нам удалось построить систему раскрытия информации, соответствующую западным стандартам, и сегодня любой инвестор может получить доступ к этой информации».

Анатолий Гавриленко: «С 2001 года началось взросление рынка, его становление как сектора экономики. Люди начали осознавать свои инвестиционные возможности, начались уже покупки-продажи отдельных предприятий, участие в слияниях и поглощениях. Люди стали понимать, что они могут не только деньгами клиентов оперировать, но и за счет собственных средств что-то делать. Появилось осознание того, что мы во многом не хуже западных специалистов, что мы уже не хуже их разбираемся в корпоративном поведении. Но одновременно появилось понимание того, что выше головы не прыгнуть и у России достаточно скромные возможности, в первую очередь в финансовом плане. Поэтому рынок пошел на Запад, и в результате примерно 70–80% нашего рынка акций сейчас приходится на иностранные торговые площадки. В этом процессе, кстати, свою роль сыграл и еще один важный момент — это противостояние ФКЦБ и участников рынка, когда позиция регулятора работала против национальных интересов страны и объективно выводила рынок за рубеж. Мне кажется, Игорь Костиков искренне считал, что ужесточение правил игры идет на пользу рынку, и ориентировался на действия американских регуляторов. Но ведь после того, как на Нью-Йоркской фондовой бирже был принят закон, ужесточивший правила для участников рынка, многие компании перешли с Нью-Йоркской биржи на Лондонскую. И я думаю, с этим была связана и недавняя отставка руководства NYSE. А Костиков слепо верил этим американцам и делал то, что к нему советовали. Он говорил, что на первом месте — корпоративное управление, на первом месте — ужесточение правил. В одном из последних интервью все инвестиционные компании и него вообще получились какими-то воронами и разбойниками. И он провозгласил, что надо защищать инвесторов, и только их и больше ничего. А то, что российские инвестиционные компании являются во многом и инвесторами, субъектами рынка, что у них тоже есть права и им надо помогать вкладывать деньги и привлекать инвестиции, — это в расчет не принималось».

Александр Потемкин: «Третий этап — период бурного развития, продолжающийся и по сей день, начался в конце 2000 года со взрывного роста ликвидности рынка, а затем и влета котировок акций. Основной вехой на этом этапе развития рынка стало внедрение на секции фондового рынка ММВБ системы интернет-трейдинга (паразитическое, но никто из наших собеседников, кроме господина Потемкина, которому сам бог велел, среди ключевых событий даже не упомянул об открытии интернет-плато ММВБ, — «Б»). С этого момента торги перестали быть привязанными к специально оборудованному рабочему месту, что обеспечило прямой доступ к торговой сессии частных инвесторов. Современный этап развития рынка акций характеризуется еще одним важным отличием от предыдущих периодов — проявившейся независимостью отечественного рынка от настроений иностранных инвесторов. Вплоть до 2003 года динамика российских фондовых индексов в той или иной степени повторяла динамику фондовых индексов ведущих зарубежных стран. Однако с 2003 года произошло самоидентификация рынка, ситуация меняется, значительную роль на российском рынке начинают играть отечественные инвесторы. На фоне стагнации мировых рынков на российский возник мощный восходящий тренд и он перестал быть периферийным придатком мировой финансовой системы».

(Окончание на стр. 36)

ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС (01.01.95–27.02.98)

