



фондовый рынок

www.kommersant.ru

Среда 9 октября 2002 №183 (№2553 с момента возобновления издания)

17 октября в Санкт-Петербурге открывается Всероссийская конференция профессиональных участников рынка ценных бумаг. Конференция проводится в тот самый момент, когда перед рынком встали острейшие стратегические проблемы. Существующая инфраструктура российского рынка пока не позволяет ему в долгосрочной перспективе рассчитывать на повышение конкурентоспособности с точки зрения привлечения новых клиентов. Основные проблемы — как усовершенствовать систему расчетов для повышения ликвидности рынка и как привлечь на рынок частных инвесторов.

Предпродажная подготовка

амбиции

Ставка на интерес

Главной темой предстоящей конференции ФКЦБ решила сделать определение места фондового рынка в российской экономике. Видимо, это не случайно. Очень похоже, что объявленная комиссией два года назад общая идеология развития рынка, ставившая во главу угла снижение рисков за счет ужесточения регулирования профучастников и эмитентов, себя исчерпала: движение только в данном направлении уже не даст ощутимых эффектов и для развития рынку требуются новые идеи.

В самом деле, даже идеально устроенный с точки зрения защиты прав собственности рынок не гарантирует постоянный приток на него свежих денег. То есть, возможно, приближение к идеалу и даст приток инвестиций, как зарубежных, так и внутренних, но это будут спекулятивные вложения, основанные на позитивных ожиданиях; в лучшем случае они приведут к некоторому повышению капитализации российского рынка, в худшем — к его переверну с последующим резким обвалом по образцу NASDAQ. Для того же, чтобы обеспечить долгосрочный устойчивый рост, рынку акций необходима постоянная подпитка деньгами со стороны реального сектора, обеспечивающая доход инвесторов. Тогда возникает естественный вопрос: за счет чего она появится?

Рискнем утверждать: практически единственная причина, способная заставить эмитентов заботиться о привлекательности своих бумаг, — их заинтересованность в возможности привлечения на рынок новых средств. Есть, конечно и другие факторы: личная заинтересованность менеджмента, имеющего опционы, инструкции регуляторов, требующие выплаты дивидендов не ниже определенного уровня, и т. д. Но с точки зрения самого хозяйствующего субъекта они не несут прямой экономической выгоды и, следовательно, не могут быть признаны в качестве серьезной мотивации.

Но тогда приходится признать и то, что главным становится вопрос, что может привлечь эмитента на отечественный рынок займствований,



поскольку, пока он не решен, нормального инвестиционного процесса в стране не будет. Понятно, что проблемы привлечения инвесторов и эмитентов взаимосвязаны: эмитенты стремятся размещать бумаги там, где больше средств, а инвесторы — покупать там, где выше ликвидность, во многом определяемая опять-таки объемом спроса и предложения.

Причем данные проблемы стали особенно актуальными именно сейчас. С одной стороны, за последние два года бурное развитие интернет-трейдинга привело к тому, что на рынок пришел частный инвестор. Вместе с тем у ритейловых фондовых ком-

паний пока недостаточно отработаны, особенно в регионах, механизмы привлечения мелких частных инвесторов, так что на этот источник средств в ближайшей перспективе рассчитывать не стоит. С другой стороны, одновременно происходит потеря и «вершины» рынка: крупнейшие российские компании уже вполне освоились с производными финансовыми инструментами и активно размещают их на западных рынках.

Цена вопроса

Из приведенных рассуждений следует очевидный вывод. Надо сосредоточиться в первую очередь на совер-

шенствовании инфраструктуры рынка с точки зрения организации торговли ценными бумагами, чтобы сделать его привлекательным для клиентов — как инвесторов, так и эмитентов. Первым шагом в решении описанной проблемы — и об этом в последнее время много говорят участники рынка и представители регулирующих органов — может стать пересмотр базовых принципов организации биржевой торговли, клиринга и системы расчетов. Логика здесь проста: поскольку и на рублевом сегменте рынка (в системе ММВБ—НЦ), и на валютном (РТС—ДКК) российские биржевики предла-

гают большие тарифы, чем за рубежом (имеется в виду суммарный тариф, складывающийся из стоимости транзакций плюс стоимость резервирования средств в торговой системе), то до исправления данной ситуации все будут стремиться торговать на Западе — там издержки меньше.

Меры, чтобы исправить эту ситуацию, предлагаются довольно жесткие. Например, есть идея признать биржевую деятельность и организацию клиринга и расчетов монополией одного из участников рынка, чтобы избежать конкуренции и обеспечить снижение издержек. Это, конечно, непростая задача, но, возможно, именно так удастся решить проблему.

субсидированием издержек. Отметим, что подобные планы не являются чем-то невероятным. Действительно, если общество хочет получить отдачу от проекта под названием «фондовый рынок», почему бы и не вложить в него деньги?

Впрочем, вкладывать деньги в инфраструктуру рынка придется и самим фондовикам. В первую очередь — из-за уже отмеченного отсутствия развитой инфраструктуры розничного бизнеса. Безусловно, в России существуют сложившиеся сетевые компании — скажем, Сбербанк или бывшие государственные страховые компании, да и у многих банков довольно разветвленная сеть отделений. Но даже задействование этих структур требует колоссальных вложений в программное обеспечение, рекламную кампанию, наконец, в отработку единых технологий обслуживания клиентов — любой, кто занимался ритейлом, подтвердит, что это крайне сложный комплекс проблем. И решать их в одиночку крайне сложно в рамках отдельных компаний.

Конечно, трудно предположить, что участники рынка объединятся для решения подобных задач — такого в истории российского бизнеса еще не было. Однако кое-что сообщать все-таки можно. Например, разработать стандартные принципы документооборота и должностные инструкции для региональных отделений, создать единую базу данных по компаниям и обнародовать ее, чтобы избежать историй, когда мошенники в регионах выдают себя за представителей известных компаний. Возможно, кстати, что подобные проекты имеют смысл организовывать в рамках саморегулируемых организаций — для них это будет хорошей возможностью восстановить свои позиции на рынке.

Так что можно сказать, что с темой конференции власти угадали. Спустя десять лет после фактического возникновения российского фондового рынка пора наконец понять, зачем он нужен, выявить возможные точки роста и общие проблемы и подумать, как добиться того, чтобы он нормально заработал.

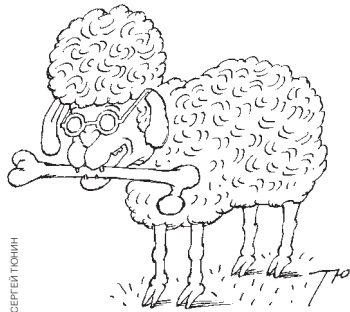
ПЕТР РУШАЙЛО

страница 26

Председатель
экспертного
совета ФКЦБ
считает, что
данный орган
не имеет будущего

страница 27

Новые
финансовые
инструменты
и новые меры
наказания
участников рынка
в законе «О рынке
ценных бумаг»



страница 28

Сводный рейтинг
инвестиционных
компаний
за последние
два года

страница 28

Астрологический
прогноз для
фондового рынка
на 2002–2004 годы

«Роль фондового рынка в развитии страны всегда была где-то сбоку»

интервью

О том, какие из вынесенных на конференцию вопросов ФКЦБ считает наиболее важными и какие конкретные проблемы комиссия намерена обсудить с профучастниками, ее председатель ИГОРЬ КОСТИКОВ рассказал в интервью специальному корреспонденту «Ъ» ПЕТРУ РУШАЙЛО.

«Существенная часть операций на рынке происходит с использованием инсайдерской информации»

— Какие основные проблемы с вашей точки зрения стоят перед российским фондовым рынком?

— Если посмотреть внимательно, проблем хватает. Конечно, следует отметить, что за последние два года удалось сделать немало на пути построения цивилизованного рынка: провести корпоративную реформу, приняв кодекс корпоративного поведения, принять поправки к закону об акционерных обществах, построить систему регулирования рынка коллективных инвестиций. Сейчас, с принятием новой редакции закона о рынке ценных бумаг, этот процесс выходит на завершающую стадию, и после принятия соответствующих нормативных актов мы сильно продвинемся в повышении прозрачности рынка. В результате, я надеюсь, получим фондовый рынок, соответствующий международным стандартам.

— А в чем именно проблема?

— Существует серьезная проблема, связанная с инсайдерской информацией. Однако соответствующий закон, с помощью которого можно было решить эту проблему, прошел в первом чтении, но дальше не двигается. Кроме того, в Думе есть проект закона об аффилированных лицах, который пока вообще не обсуждался. И к сожалению, данные проблемы — одни из самых больных, потому что существенная часть операций на рынке происхо-

дит с использованием инсайдерской информации, с использованием сделок между родственными структурами. — На основании чего вы делаете такой вывод? И почему, если знаете о таких операциях, не пресечете их?

— Вывод мы делаем на основании оценки самих участников рынка. А сами не можем оценить это, поскольку в отсутствии законодательства не имеем возможности это контролировать. Причем инсайдерские операции используются и при уходе от налогов, и во многих других незаконных операциях...

— А как же введенная на биржах система контроля за подозрительными сделками?

— Система контроля на биржах на сегодняшний день никоим образом не позволяет решать проблемы использования инсайдерской информации. Равно как и проблему манипулирования рынком, поскольку за манипулированием, как правило, стоит использование инсайдерской информации. Не понимаю потому, что пока все подобные понятия не прописаны в законе.

— Хорошо, допустим, законы приняты. ФКЦБ будет в состоянии отслеживать необходимость информации?

— Это тоже сложный вопрос, мы пытаемся его решить. Во-первых, сейчас идет реформа учета и отчетности участников. Уже по итогам этого квартала они будут отчитываться в электронной форме. Кроме того, мы готовим документы, которые позволят это делать с использованием электронно-цифровой подписи. Мы хотим посмотреть, как это будет происходить и, кстати, намерены обсудить технические аспекты проекта в рамках предстоящей конференции. Мы рассчитываем, что в полном объеме эта система начнет работать с 1 января следующего года. Параллельно идет построение нашей внутренней системы, которая будет позволять все это обрабатывать. Кроме того, в следую-

щем году мы намерены расширить список компаний, чью отчетность публично раскрываем для рынка, с двадцати крупнейших до ста, а в дальнейшем — по всем участникам.

— То есть, условно говоря, десять лет строили рынок, а затем все-таки решили обсудить, зачем он нужен?

— Я не думаю, что именно так, настолько саркастически нужно ставить эту проблему. Зачем он нужен — понятно, это описано, собственно говоря, в названии конференции — «Фондовый рынок для экономического роста и благосостояния населения». Речь же идет о том, как, какими путями и что развивать на этом рынке.

— Допустим, участники придут к единому мнению. Как будет результат?

— Прежде всего начнется обсуждение той темы, которая у нас как-то всегда была в стороне. Роль фондового рынка в экономическом развитии нашей страны всегда была где-то сбоку. То есть мы говорили о роли профучастников на рынке, мы говорили о том, как важна прозрачность эмитентов, а главную задачу мы не обсуждали. Я думаю, что настал момент, когда мы должны ее поставить и организовать постоянные дискуссии профучастников по данному вопросу. И эта дискуссия должна быть постоянной, в этом и есть результат, к которому мы стремимся.

— Я не это имел в виду. Данная дискуссия — просто попытка поговорить, чтобы осознать свое место в этом мире, или все-таки она преследует и некие практические цели? Кто будет, условно говоря, потребителем дискуссии?

— Практические цели, безусловно, есть. У нас стоит серьезная проблема: когда мы говорим о развитии корпоративного сектора в России, зачастую только очень узкий верхний слой российских предприятий понимает, каким образом он может использовать фондовый рынок, а остальные не понимают. Поэтому, как вы

говорите, «потребителями дискуссии» будут эмитенты, профучастники, регулятор рынка.

«Паевые инвестиционные фонды принято считать некой абстракцией, которую очень трудно применить на практике»

— Понятно. А какие более конкретные проблемы будут обсуждаться?

— Следующий очень важный семинар, который у нас будет проходить, посвящен отчетности профучастников. Я уже сказал, что отчетность за третий квартал будет сдаваться в новой форме — электронной, поэтому мы хотим, во-первых, объяснить участникам рынка, что в этой связи мы от них ждем, и одновременно выслушать, какие проблемы у них возникают с отчетностью. Нам необходимо понять, что делать, чтобы с 1 января следующего года отчетность была эффективная, собиралась в электронном виде и обрабатывалась.

Еще один важный «круглый стол» посвящен закрытым инвестиционным фондам. Это новый инструмент, который является на рынке, все документы по нему нами приняты, последние находятся на согласовании в Минюсте, и мы надеемся, что до конференции будут окончательные утверждения. Мы считаем, что это очень важный инструмент с точки зрения экономического развития страны, поскольку он позволяет использовать паевые инвестиционные фонды для венчурного инвестирования, для инвестирования в недвижимость, для развития одного конкретного предприятия и т. п. Я думаю, что не все еще профучастники фондового рынка, не все эмитенты, не все потребители инвестиций поняли смысл этого инструмента. Мы хотим пояснить, что это за инструмент и каким образом он может быть использован для привлечения инвестиций.

— По-моему, прямым образом. Какие здесь сложности?

— Прямым — да, но дело-то все в том, что паевые инвести-

онные фонды принято считать некой абстракцией, которую очень трудно применить на практике. И мы как раз хотим поговорить и с профучастниками, и с эмитентами, и с потенциальными инвесторами и объяснить, что это реально работающие финансовые институты. Фонды могут быть не большими, но их механизм предусматривает, с одной стороны, управление рисками в проекте, а с другой стороны, позволяет привлечь более дешевый капитал и, таким образом, способствовать продвижению инвестиций в промышленность.

Следующий вопрос, который будет обсуждаться, — торговля на национальном рынке. Год прошел с принятия соответствующего постановления ФКЦБ, в этом году было принято также постановление по контролю за биржами, и сейчас мы хотим до конца определиться в направлениях развития, регулирования национальной торговли, обсудить вопросы, связанные с маржинальным счетом. То есть прогресс в данном направлении мы видим, но пока еще до конца все вопросы в этом секторе не решены.

— А конкретнее?

— Риски пока остаются. Маржинальная торговля по-прежнему является непрозрачным инструментом на российском рынке, операторы рынка предпринимают попытки обхода установленных нормативов. Нужно вводить отдельные маржинальные счета.

Есть еще много технических проблем — например, проблема резервирования под этот счет, проблема депозитарного учета маржинальных операций, в особенности коротких продаж, в результате которых возникают короткие позиции по ценным бумагам. Будет повышена роль бирж в организации контроля за сделками с использованием «плеча».

Следующий важный вопрос связан с активизмом акционеров... (Окончание на стр. 26)

Первая котировка президента России

общественное мнение

Согласно опросу, проведенному «Ъ» среди профучастников фондового рынка, наиболее значительными событиями, повлиявшими на российский рынок в 2000–2002 годах, признаны выборы президента России 2000 года, незначительно (на 0,23 балла из десяти возможных) опередившие теракты в США 11 сентября 2001 года. Третье место заняло резкое падение NASDAQ, которому Анатолий Чубайс со своей реструктуризацией РАО ЕЭС уступил лишь 0,44 балла.

Фондовый рынок России, кажется, уже привык к двухлетнему циклу — ему соответствует и частота проведения всероссийских конференций, и периодичность выборов руководства саморегулируемых организаций. Поэтому мы и решили оценить, что стало для участников рынка самым важным за последний «отчетный»

период, точнее — за период с начала 2000 года по сегодняшний день. И спросили их, какое событие больше всего повлияло на российский фондовый рынок.

Общие проблемы

Результаты получились довольно интересными. Выяснилось, в частности, что участники рынка полагают, что большая часть событий, повлиявших в свое время на краткосрочную конъюнктуру рынка, оказалась влиятельной и на его развитие в долгосрочной перспективе. Это означает, что на тот момент, когда данные события происходили, рынку в большинстве случаев удавалось практически сразу оценить их долгосрочные последствия. Иными словами, участники рынка уже крайне редко покупаются на пустые слухи. (Окончание на стр. 27)

Главные события, повлиявшие на российский фондовый рынок в 2000–2002 годах

Место	Событие	Год	Рейтинг баллов*
1	Президентские выборы в РФ	2000	8,41
2	Теракты в США 11 сентября	2001	8,18
3	Резкое падение NASDAQ и крах «новой экономики»	2000	7,18
4	Конфликт миноритарных акционеров с РАО ЕЭС после объявления о реструктуризации РАО	2000–2001	6,74
5	Скандал вокруг Enron и Andersen	2001–2002	6,03
6	Объявление о предстоящей либерализации рынка акций «Газпрома»	2001	5,51
7	Назначение Игоря Костикова председателем ФКЦБ и смена практически всего руководства комиссии	2000	4,87
8	Принятие Кодекса корпоративного управления ФКЦБ	2002	4,54
9	Принятие поправок в закон о рынке ценных бумаг	2002	4,44
10	Покупка РТС доли в фондовой бирже «Санкт-Петербург» и начало торговли акциями «Газпрома» в РТС	2001	4,03
11	Открытие интернет-шлюза ММВБ	2000	3,83
12	Принятие закона «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем»	2001	3,77
13	Создание Дмитрием Васильевым Ассоциации по защите прав инвесторов и дальнейшая деятельность этой ассоциации	2000–2002	3,72
14	Реставрация рынка ГКО	2000	3,67
15	Принятие закона об электронно-цифровой подписи	2001	3,59
16	Конфликт Московской фондовой биржи с Банком Москвы и Газпромбанком с последующим резким падением оборотов биржи	2000–2001	3,44
17	Решение ФКЦБ по ограничению маржинальной торговли	2001	3,41
18	Решение ФКЦБ о разделении счетов брокеров и их клиентов	2000	3,33
19	Продажа Банком Москвы компании «Тройка Диалог»	2002	3,31
20	Конфликт миноритарных акционеров со Сбербанком	2001	3,28

* По 10-балльной шкале