

## РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ В 1992–1998 ГОДЫ

**Г.И. Ханин**

Новосибирский государственный  
технический университет

[Khaning@academ.org](mailto:Khaning@academ.org)

В статье анализируется развитие рынка ценных бумаг России в период радикальной экономической реформы. Рынок ценных бумаг рассматривается как высшее выражение капиталистической экономики, и его судьба в России анализируется под этим углом зрения. Показывается, с каким огромным трудом он возникал в России и как его первые впечатляющие достижения сменились крахом во время финансового кризиса 1998 года, который он все-таки, хотя и с огромными потерями, пережил.

**Ключевые слова:** Россия, российская экономика, рынок ценных бумаг, акции, облигации, ГКО, финансовые пирамиды, фондовые биржи.

### 1. Рынок ценных бумаг России в 1992–1995 годы

Альтернативным банковскому источнику внешних инвестиций в рыночной экономике является эмиссия ценных бумаг корпорациями. Рынок ценных бумаг является также источником финансирования дефицита государственного бюджета федерации, субъектов федерации и муниципальных образований. Фантастическая сложность образования и функционирования ценных бумаг в РФ состояла в следующем. Во-первых, долгое время не существовало полноценных субъектов эмиссии ценных бумаг. Государственная собственность до 1993–1994 года, т. е. до завершения массовой приватизации, преобладала в экономике. Вследствие политической неустойчивости и экономической неразберихи, хаоса с составлением и исполнением бюджетов приобретение государственных ценных бумаг было крайне рискованным

вложением средств. Во-вторых, у населения РФ и хозяйственных предприятий было относительно небольшое количество свободных денежных средств и самое главное – существовало множество менее рискованных средств их вложения, чем вложения в ценные бумаги. Крах многочисленных финансовых пирамид в 1994 году (об этом подробнее ниже) еще больше отвратил и граждан РФ, и в меньшей степени коммерческие структуры от приобретения ценных бумаг. В-третьих, имелась вопиющая безграмотность не только населения, но и российских ученых-экономистов в этом вопросе. Буквально единицы среди них занимались этой проблемой до 1990 года (автор первым защитил кандидатскую диссертацию по фондовым биржам в 1973 году, после чего были всего лишь еще 1-2 защиты по этой проблематике). В-четвертых, необходимо было одновременно создавать первичный и вторичный рынок ценных бумаг. Без первичного рынка вторичному нечего

было делать, без вторичного рынка первичный терял смысл, поскольку первоначальным приобретателям некуда было в случае необходимости реализовать ценные бумаги. При этом вторичный рынок должен был по времени создания даже несколько опережать первичный, но тогда он лишился коммерческих перспектив. И, конечно, самое главное препятствие – можно ли в принципе преобразовать социалистическую командную экономику в капиталистическую.

Рынок ценных бумаг, особенно рынок частных ценных бумаг, еще более развитой капиталистический институт, чем банковская система. Он и возник в западных странах позднее. Поэтому по уровню его развития можно судить об уровне развития капитализма в стране еще более точно, чем по уровню развития банковской системы.

Первые шаги по становлению рынка ценных бумаг были сделаны еще до 1992 года<sup>1</sup>. Правительствами СССР и РСФСР были приняты первые законодательные акты по рынку ценных бумаг, образованы первые институты рынка ценных бумаг (акционерные общества, фондовые биржи, инвестиционные компании). Первые принятые документы носили, однако, слишком общий характер, чтобы могли практически регулировать рынок ценных бумаг. Поэтому в 1991 году он развивался совершенно анархично, и это создавало на нем нередко совершенно анекдотические ситуации. Лишь в связи с принятием в конце декабря 1991 года Правительством РСФСР Положения «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» и приложения к нему, а также 3 марта 1992 года

Инструкции № 2 Министерства финансов РСФСР «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации» и ряда приложений<sup>2</sup> к нему можно говорить о начале серьезного регулирования рынка ценных бумаг. Обращает на себя внимание то, что институты вторичного рынка были созданы раньше появления сколько-нибудь серьезного вторичного рынка. Так, акции появились практически только у бирж, инвестиционных компаний и некоторых банков. Еще не выпускалось рыночных государственных займов и займов корпораций.

Объем торговли ценными бумагами на фондовых биржах России был еще совершенно ничтожен. Впрочем, статистика этого оборота тоже стала налаживаться лишь с конца 1992 года в соответствии с письмами Министерства РСФСР от 12 ноября 1992 года и 14 марта 1993 года<sup>3</sup>. В 1992 году он составил 6 млрд рублей по сравнению с 1,2 млрд рублей в 1991 году<sup>4</sup>. В переводе на доллары, при среднем курсе за январь-август 1992 года 183,1 руб. за доллар<sup>5</sup>, он составил 32,8 млн долларов. Это было лишь незначительно больше, чем в 1991 году, когда при среднем курсе в 59 руб. за доллар<sup>6</sup> он составил 20,3 млн долларов. Следует, однако, иметь в виду, что торговля цен-

<sup>2</sup> Инвестиционно-финансовый портфель [Текст] : Кн. инвест. менеджера. Кн. фин. менеджера. Кн. фин. посредника / Моск. междунар. ун-т бизнеса и информ. технологий, АКДИ «Экономика и жизнь»; [Б.И. Алехин и др.]. – М.: Корпорация «СОМИНТЭК», 1993. – С. 290–309.

<sup>3</sup> Там же. – С. 310–312.

<sup>4</sup> Российский статистический ежегодник. 1994. Статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1994. – С. 280.

<sup>5</sup> Мировой банк реконструкции и развития. Экономические реформы в России: на пороге структурных перемен. – М.: Республика, 1993. – С. 8.

<sup>6</sup> Там же.

<sup>1</sup> Ханин Г.И. Экономическая история России в новейшее время. Т. 2 / Г.И. Ханин. – Новосибирск: Изд-во НГТУ, 2010.

ными бумагами преимущественно происходила на внебиржевом рынке и его роль была несравненно больше, чем в западных странах, где по акциям она не превышала 40 % (торговля государственными облигациями осуществлялась преимущественно на внебиржевом рынке). Данные о внебиржевом обороте ценных бумаг в России носят отрывочный характер. Согласно одной из редких оценок обороты биржевого рынка в 1994 году составляли лишь 1-2 % от внебиржевого<sup>7</sup>. Можно полагать, что преимущественно речь идет о государственных облигациях, но скорее всего и об акциях. Точность этой оценки (даже примерная) не ясна. Не были указаны ни методика, ни источники оценки. По акциям она была, очевидно, намного ниже.

О том, какова была структура торговли ценными бумагами на фондовых биржах в 1992 году, может свидетельствовать (прямых данных нет) величина КИП-коэффициента инвестиционных предпочтений. КИП-коэффициент представляет собой отношение доли данной группы ценных бумаг в месячной структуре сделок с ценными бумагами к доле предложения ценных бумаг на МЦФБ (Московской центральной фондовой бирже)<sup>8</sup>. Из всех видов ценных бумаг практически единственными, которые пользовались спросом, были акции<sup>9</sup>. А из акций в начале года (январь-май) наибольшим был КИП по биржам и банкам, во второй половине года (июнь-октябрь) – по инвестиционным компаниям и банкам. Так, в

<sup>7</sup> Дмитриев В. Загадка МММ / В. Дмитриев. – М.: Центр, 1995 – С. 127.

<sup>8</sup> Инвестиционно-финансовый портфель [Текст] : Кн. инвестиц. менеджера. Кн. фин. менеджера. Кн. фин. посредника / Моск. междунар. ун-т бизнеса и информ. технологий, АКДИ «Экономика и жизнь» ; [Б.И. Алехин и др.]. – М.: Корпорация «СОМИНТЭК», 1993. – С. 116.

<sup>9</sup> Там же.

октябре 1992 года КИП по биржам составил 0,92; по инвестиционным компаниям 16,62; по банкам – 9,64<sup>10</sup>. Изменение величины КИП характеризовало падение роли бирж в экономике.

Были сделаны также первые шаги в формировании рынка государственных ценных бумаг, которые были призваны обеспечить безынфляционное покрытие дефицита государственного бюджета РСФСР. Первый шаг был осуществлен принятием 8 февраля 1993 года Постановления Совета Министров РСФСР «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций»<sup>11</sup>. Принципиальной особенностью новых государственных ценных бумаг (они получили название ГКО) стал их добровольный характер вместо фактически принудительного или обязательного характера, чем характеризовалось подавляющее количество ценных бумаг не только СССР с конца 1920-х годов, но и РСФСР в 1990–1992 годы. И хотя объем выпуска этих ценных бумаг в 1993 году был еще незначителен по стоимости (он покрывал лишь 2-3 % дефицита бюджета РСФСР), а сроки их погашения первоначально составляли лишь три месяца, внедрение рыночных методов в эту сферу финансов (они получили название финансовой революции в Европе XVII века) началось. Выпуск государственных ценных бумаг потребовал от российского государства систематического обновления информации о состоянии государственных финансов и усилий по их улучшению. Налаживание этого рынка было непростой организационной задачей, которая была успешно решена, что

<sup>10</sup> Там же. – С. 118.

<sup>11</sup> Фельдман А.А. Государственные ценные бумаги / А.А. Фельдман. – М.: ИНФРА-М, 1994 – С. 70–72.

тогда было нечастым явлением в практике государственного управления. Привлечение же инвесторов на этот рынок было довольно легким делом, учитывая намного более высокую доходность ГКО, чем других финансовых инструментов<sup>12</sup>, их высокую ликвидность и надежность, пока размеры выпуска ГКО были невелики и государство для развития этого рынка отдавало ему приоритет в своих расходах.

Рынок государственных ценных бумаг расширился в 1994–1996 годы по объемам и разнообразию видов ценных бумаг. Так, обороты по облигациям, государственным ценным бумагам органов власти и управления на фондовых биржах выросли с 283,1 млрд рублей в 1983 году до 27,493 трлн рублей в 1994 году, или почти в 100 раз в сравнении с предыдущим годом, и до 288,9 трлн рублей в 1995 году<sup>13</sup>, т. е. более чем в 1000 раз всего за три года. Медленнее, но тоже значительно выросли поступления в бюджет благодаря эмиссии ценных бумаг: со 150,5 млрд рублей в 1993 году до 5,74 трлн рублей в 1994 году и до 8,88 трлн рублей в 1995 году<sup>14</sup>. Среди выпущенных в обращение ценных бумаг преобладали бумаги сроком в три месяца, но появились уже в немалом количестве и шестимесячные бумаги и в совсем ничтожном количестве – годовые<sup>15</sup>. Таким образом, качество выпуска, пусть и медленно, росло, хотя и оставалось очень низким. Наиболее тревожным явлением на этом рынке явилась неуклонное снижение его эффективности для бюджета: затраты на погашение и выплаты купонного дохода к выручке, по-

лученной от размещения и доразмещения ГКО и ОФЗ, выросли с 15,1 % в 1993 году до 55,4 % в 1994 году и 78,1 % в 1995 году<sup>16</sup>, бюджетная эффективность (сумма поступлений в бюджет, отнесенная к приросту долга за этот период) снизилась с 74,3 % в 1993 году до 55,3 % в 1994 году и 40,6 % в 1995 году<sup>17</sup>. Уже к концу 1995 года рынок ГКО и ОФЗ начал напоминать пирамиду. Его слабыми местами оставались высокие, хотя и снижающиеся, проценты по займам и очень короткие сроки погашения.

В этот же период возникли и другие государственные и приравненные к ним ценные бумаги. Первыми из них по времени, еще до появления ГКО, стали облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ). В них была оформлена задолженность Внешэкономбанка перед юридическими и физическими лицами по вкладам, замороженная в конце 1991 года. Таким образом, государство относительно цивилизованно оформило свои прежние обязательства. По этим обязательствам была установлена ставка в 3 % годовых. Срок погашения облигаций был установлен траншами на период с 1994 по 2006 год. Из общей суммы займа в 7885 млн долларов в 1990-е годы погашались облигации на сумму немногим более 3 млрд долларов, остальные – до 2007 года<sup>18</sup>. Ввиду низкой купонной ставки эти облигации после первого погашения продавались на рынке в размере от 30 до 65 % по номиналу<sup>19</sup>.

Своеобразной ценной бумагой явились золотые сертификаты Министерства финансов РФ выпуска 1993 года. Они

<sup>12</sup> Финансы в России: статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1996. – С. 131.

<sup>13</sup> Там же. – С. 123.

<sup>14</sup> Там же. – С. 125.

<sup>15</sup> Там же.

<sup>16</sup> Финансы в России: статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1998. – С. 226.

<sup>17</sup> Там же. – С. 227.

<sup>18</sup> Фельдман А.А. Указ. соч. – С. 20–22.

<sup>19</sup> Там же. – С. 22.

были выпущены в размере стоимости 100 тонн золота облигациями по 10 кг золота по ставке Либор плюс 3 % сроком на год и погашались рублями, золотом, ценными бумагами. Эта ценная бумага оказалась низкодоходной, поэтому была размещена лишь незначительная часть эмиссии и ее вторичный рынок практически отсутствовал<sup>20</sup>.

Задолженность бюджета перед предприятиями была оформлена в апреле 1994 года выпуском казначейских векселей в размере 10 % от общей задолженности под 40 % годовых. На тех же основаниях и причинах в августе 1994 года начали выпускать казначейские обязательства (КО). Казначейские векселя и обязательства размещались среди должников бюджета и затем могли поступить в свободную реализацию<sup>21</sup>.

С июня 1995 года стали выпускаться среднесрочные государственные ценные бумаги-облигации федерального займа с переменным купоном. Их отличие от ГКО состояло в сроках погашения: они в основном выпускались на год, в то время как ГКО выпускались на 3 и 6 месяцев<sup>22</sup>. Принципиальное значение имел выпуск осенью 1995 года облигаций государственного сберегательного займа десятью сериями по 1 трлн рублей каждая<sup>23</sup>. Таким образом, владельцем государственных ценных бумаг могло теперь, после долгого перерыва, стать население. Оно и было владельцем в советское время, но на принудительной основе. Попытки привлечь население в качестве заемщика на конечной стадии

перестройки и в РСФСФ в 1990–1992 годы провалились. Разумеется, заемщиками из-за высокого номинала облигаций (500 тысяч рублей) становились очень состоятельные люди.

Наряду с федеральными займами начали впервые после 1917 года выпускаться облигации муниципальных займов. Наиболее активными заемщиками в этот период были Нижегородская область, Пермская область и Санкт-Петербург<sup>24</sup>.

О том, сколь значительна уже в 1995 году была роль рынка государственных ценных бумаг, свидетельствует их роль в финансировании дефицита федерального бюджета: уже в 1995 году она составила 62 %<sup>25</sup>.

Несравненно сложнее происходило формирование рынка частных ценных бумаг. Это отражало слабость частного сектора по сравнению с государственным. Надежды на его быстрое развитие развеялись уже с начала 1992 года. Многочисленные биржи и инвестиционные компании перестали приносить доходы, и их акции покатались вниз (в реальном выражении в десятки раз). Публичную эмиссию акций осуществляло лишь несколько коммерческих банков. Приватизация крупных предприятий завершилась лишь в 1994 году, а самые доходные из них оставались в государственной собственности вплоть до залоговых аукционов конце 1995 года. Заметные обороты на фондовых биржах совершались в 1993–1994 годы лишь с приватизационными чеками, которые преимущественно все же обращались на внебиржевом рынке, и ценными бумагами пирамидальных компаний типа «МММ».

<sup>20</sup> Там же. – С. 23–25.

<sup>21</sup> Там же. – С. 27–30.

<sup>22</sup> Финансы. Денежное обращение. Кредит: учебник для вузов / под ред. Л.А. Дробозиной. – М.: ЮНИТИ, 1997. – С. 190.

<sup>23</sup> Там же.

<sup>24</sup> Фельдман А.А. Указ. соч. – С. 30–34.

<sup>25</sup> Российский статистический ежегодник. 2003. – М.: Госкомстат, 2003. – С. 551.

На слабость рынка частных ценных бумаг большое влияние оказывала слабая информированность о качестве этих бумаг. Открытые акционерные компании обнародовали свою отчетность редко и в сокращенном виде. К тому же она была, как правило, недостоверной. Вот как она характеризовалась на начало 1993 года (и с тех пор существенных улучшений в ней не произошло): «Многие акционерные общества занимаются откровенной дезинформацией в своих проспектах эмиссий, балансах, статистических сводках. И нет пока силы или организации, способной строго, вплоть до уголовной ответственности, как это происходит на Западе, спросить за блеф»<sup>26</sup>. Все компании составляли отчетность по российским стандартам бухгалтерского учета, которые не соответствовали условиям рыночной экономики. Права рядовых акционеров не были защищены и зачастую просто игнорировались.

Лишь очень немногие компании отвечали требованиям листинга (допуска к котировкам) на фондовых биржах. Последним, чтобы не потерять доходы, приходилось, в грубом нарушении законодательства о фондовых биржах, торговать частными ценными бумагами, не прошедшими листинга, что могло повлечь аннулирование лицензии на проведение биржевой деятельности. В августе 1994 года доля листинговых ценных бумаг в общем биржевом обороте акций составляла, по оценкам экспертов, не более 5 %.

Среди листинговых ценных бумаг, курс акций которых публиковался, в конце сен-

тября 1994 года указывались лишь акции 7 коммерческих банков, ЗИЛа, КАМАЗа, ТД «ГУМ» и таких экзотических компаний, как «Токур-золото АВВА». Облигации компаний до 1996 года практически не выпускались. Говоря о банках, следует иметь в виду, что подавляющее большинство коммерческих банков в этот период были закрытыми акционерными обществами и уже в силу одного этого обстоятельства их бумаги не могли быть предметом биржевой торговли.

Ничтожное развитие рынка частных ценных бумаг в этот период отражается в их соотношении с оборотом государственных ценных бумаг на фондовых биржах России. Даже в 1995 году биржевые обороты акций составили лишь 264,5 млрд рублей, облигаций – 1,3 млрд рублей, облигаций органов государственной власти и управления – 288 938 млрд рублей<sup>27</sup>, или в 1000 раз больше частных ценных бумаг.

Период 1992–1995 годов был периодом интенсивнейшего количественного расширения и качественного совершенствования инфраструктуры рынка ценных бумаг. Эта инфраструктура включала в себя фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж, коммерческие банки, которые вели значительные операции с ценными бумагами, инвестиционные и финансовые компании, брокерско-дилерские фирмы, выполнявшие иногда роль инвестиционных банков, инвестиционные и чековые инвестиционные фонды, регистрационные, депозитные и клиринговые компании и центры, государственные регулирующие органы в этой области, образовательную деятельность в этой области в вузах. Деятельность в этой области оказалась чрезвычайно привлека-

<sup>26</sup> Инвестиционно-финансовый портфель [Текст] : Кн. инвестиц. менеджера. Кн. фин. менеджера. Кн. фин. посредника / Моск. междунар. ун-т бизнеса и информ. технологий, АКДИ «Экономика и жизнь»; [Б.И. Алехин и др.]. – М.: Корпорация «СОМИНТЭК», 1993. – С. 22.

<sup>27</sup> Финансы в России: статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1998. – С. 173.

тельной, особенно для научной и технической молодежи, разочаровавшейся своей деятельностью в бюрократизированной научной и технической сфере. Они чувствовали себя, как и в создании коммерческих банков, Колумбами. Начитавшись в молодости произведений Драйзера и зачастую инстинктивно чувствуя ведущую роль рынка ценных бумаг в создании капитализма, молодежь устремилась на этот рынок, владея не только желанием обогатиться, но и принять активное участие в формировании нового общества и новой экономики. Эта молодежь обладала поначалу ничтожными знаниями, но была полна энтузиазма и желанием освоить эту новую сферу, для чего у нее хватало интеллектуальных ресурсов.

В этот период (1994 год) в России оставалось значительное количество фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж практически столько же, сколько их было в 1991 году. Число фондовых бирж в России составляло более 40 % мирового количества бирж<sup>28</sup> и с учетом незначительно объема биржевых операций по ценным бумагам намного превосходило потребности рыночного оборота. Они выжили тем не менее только «организуя в своей структуре аукционы по размещению межбанковских кредитов и депозитов»<sup>29</sup>, т. е. финансовых ресурсов, не имеющих никакого отношения к рынку ценных бумаг. Несмотря на необычайно большое количество фондовых бирж и фондовых отделов при них, в России основные операции производились всего лишь несколькими московскими фондовыми биржами. Совокупный объем операций фондовых бирж России,

в которых 90 % занимали государственные ценные бумаги, еще в 1994 году был ничтожен не только в сравнении с крупнейшими фондовыми биржами мира, но и в сравнении с самыми мелкими из них (Вена, Сантьяго, Хельсинки)<sup>30</sup>. Хуже всего было то, что даже в 1995 году 70-80 % оборота фондовых бирж обеспечивалось акциями 3-4 крупных компаний (особенно РАО ЕЭС). Это говорило о крайней неразвитости рынка акций.

Не стану повторяться о динамике коммерческих банков. Что касается других институтов рынка ценных бумаг, то их динамика также была бурной после 1991 года (табл. 1).

Таблица 1

**Динамика инвестиционных институтов РФ<sup>31</sup>**

Октябрь 1993 г.	Октябрь 1994 г.	Апрель 1995 г.
1023	2734	3176

Как видим, менее чем за два года их число выросло более чем в три раза. Феноменальный рост для такого короткого периода времени. Он говорил о стремительном росте этого рынка и его высокой рентабельности, по крайней мере для части его. Судьба отдельных участников этого рынка сложилась по-разному. Отдельные его участники, блистательно начавшие в 1991 году, постепенно сошли со сцены, другие стремительно пошли в гору. К первым можно отнести Инвестиционную компанию РИНАКО. Еще в конце 1991 года это была

<sup>30</sup> Там же. – С. 18.

<sup>31</sup> Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 25.

<sup>28</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 16.

<sup>29</sup> Там же.

крупнейшая инвестиционная компания со значительным акционерным капиталом и сотнями сотрудников, большими планами. Но когда в начале 1992 года после освобождения цен резко выросла инфляция, а рынок ценных бумаг так и не развернулся, «собранные средства РИНАКО сразу обесценились, так и не начав работать – засохли на корню»<sup>32</sup>. Такая же судьба ожидала тоже очень успешно начавшую в 1991 году инвестиционную компанию НИПЕК. Причина неудач этих первых инвестиционных компаний (или банков) была связана не только с неудачной экономической и социально-политической конъюнктурой (начало радикальной экономической реформы на год-полтора прервало намечавшийся ранее процесс приватизации и акционирования), но и со слабыми их представлениями о практике рынка ценных бумаг в России с его возможностями и организацией. Гораздо лучше шли дела у инвестиционных компаний, создававшихся при участии иностранного капитала и иностранных кадров. Среди таких компаний на этом этапе особенно выделялась компания «Тройка Диалог». Она была образована в 1991 году американским бизнесменом Питером Дербби одновременно с коммерческим банком «Диалог-банк» с капиталом в 35 тысяч долларов<sup>33</sup>. Капитал вновь основанного инвестиционного банка был весьма небольшим, несравненно меньше, чем у РИНАКО в тот же период. Американское руководство «Тройки Диалога» взяло курс на постепен-

ность и продуманность и начало с удачного подбора кадров. Одним из первых сотрудников банка стал выпускник экономического факультета МГУ 22-летний Рубен Варданян. Первоначально в банке было всего четыре сотрудника (сравните с сотнями в РИНАКО)<sup>34</sup>. Уже весной 1992 года Варданян стал генеральным директором и партнером компании «Тройка Диалог»<sup>35</sup>. Молодой генеральный директор уже тогда сформулировал совсем нетрадиционные для российского бизнеса принципы своей деловой практики: «Я хотел показать, что деньги можно зарабатывать честным путем»<sup>36</sup>. Другим учителем Варданяна стал в 1993 году американский биржевик с многолетним опытом работы на Уолл-Стрит Барни Сачер<sup>37</sup>. «Тройка Диалог» первоначально по совету американцев специализировалась на операциях с ГКО и приватизационными чеками, «выступала агентом международных фондов и брокеров, участвовавших в приватизационных аукционах. Кроме того, “Тройка” оказывала консультационные услуги иностранным инвесторам, желающим приобрести акции российских компаний»<sup>38</sup>. В 1994 году «Тройка» впервые получила прибыль в 4 млн долларов – блестящий результат для компании, начавшей с капитала в 36 тысяч долларов. Уже в 1995 году компания была признана авторитетным журналом «Euromoney» лучшей инвестиционной компанией России<sup>39</sup>.

При всем явном преимуществе «Тройки» перед РИНАКО последняя не погибла,

<sup>32</sup> Кротов Н.И. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. Кн. 1 / Р. Кротов, О. Никульшин. – М.: Экономическая летопись, 2007. – С. 190.

<sup>33</sup> Кетс де Врис М. Новые лидеры российского бизнеса / М. Кетс де Врис, С. Шекшня, К. Коротов, Э. Флорент-Грейси. – М.: Альбина Паблишер, 2005. – С. 251.

<sup>34</sup> Там же.

<sup>35</sup> Там же.

<sup>36</sup> Там же. – С. 252.

<sup>37</sup> Там же.

<sup>38</sup> Там же.

<sup>39</sup> Кетс де Врис М. Указ. соч. – С. 253.



хотя и сильно уменьшила свои амбиции и объем деятельности. Важнейшим вкладом этой компании в формирование рынка ценных бумаг явилось создание в ней еще в 1992 году первого в стране регистратора и депозитория ценных бумаг, обеспечивающих соблюдение прав и собственности акционеров. Их опыт был впоследствии использован множеством российских компаний.

В какой степени по квалификационным и организационным качествам остальные брокерско-дилерские компании соответствовали моделям РИНАКО или «Тройка Диалог», это предмет дальнейшего исследования. Скорее всего, большинство из них были хуже и той и другой модели. Для лучшей организации остро не хватало квалифицированных кадров.

Рынок ценных бумаг в России в 1994 году подвергся серьезнейшему кризису компаний – финансовых пирамид. Об этом кризисе и самих компаниях-пирамидах много писалось в 1994 году, но многое в этом вопросе еще не прояснено. Наиболее бросающейся в глаза особенностью этих компаний можно назвать то, что они за источником финансовых ресурсов обратились не к предприятиям или государству, а к населению, которое практически игнорировалось подавляющей частью коммерческих банков (кроме Сбербанка РФ) и другими финансовыми институтами, в том числе и взаимными фондами. Это делает честь предпринимательскому чутью учредителей финансовых компаний. Если судить по имеющимся в СМИ данным, создание финансовых пирамид было стихийным движением отдельных лиц, не связанных с органами власти, хотя, возможно, не были выявлены все связи этих компаний. Первоначально большинство этих компаний создавалось с минимальным первоначальным капиталом (часто 1 млн рублей), и лишь затем, путем дополнительных эмиссий, они расширяли объем своей деятельности. Так, акционерное общество «МММ» было учреждено и в тот же день, 20 октября 1992 года, зарегистрировано с уставным капиталом 1 млн рублей, что в то время было равно нескольким тысячам долларов по валютному курсу<sup>40</sup>.

Для привлечения средств населения владельцы финансовых компаний обещали акционерам даже с учетом размера инфляции баснословные дивиденды. Для целей привлечения акционеров развевалась огромная и изобретательная компания в СМИ, прежде всего в телевидении, рассчитанная на людей, практически финансово безграмотных, а таких было в то время подавляющая часть населения РФ. На эту компанию расходовалась значительная часть текущих доходов этих компаний по привлечению средств населению. Никаких разъяснений того, как компании намереваются получить эти доходы, не давалось, но они и не ставились ни СМИ, заботящихся о доходах от рекламы, ни надзорными государственными органами, ни научными работниками. Долгое время пассивными были и конкуренты финансовых пирамид, прежде всего коммерческие банки и инвестиционные фонды.

Конечно, создание финансовых пирамид было изобретательным мошенничеством. Сущность финансовой пирамиды состоит в том, что доходы на привлеченные ресурсы выплачиваются за счет новых поступлений средств от вкладчиков. Пока этот поток сохраняется, пирамида существует, обогащая учредителей. Учредители надеялись, что они смогут увести немалые

Конечно, создание финансовых пирамид было изобретательным мошенничеством. Сущность финансовой пирамиды состоит в том, что доходы на привлеченные ресурсы выплачиваются за счет новых поступлений средств от вкладчиков. Пока этот поток сохраняется, пирамида существует, обогащая учредителей. Учредители надеялись, что они смогут увести немалые

<sup>40</sup> Дмитриев В. Загадка МММ / В. Дмитриев. – М.: Центр, 1995. – С. 13.

средства к моменту, когда пирамида обрывается.

Широко использовались некоторыми финансовыми компаниями самокотировки, когда заранее объявлялись за день вперед цены покупки и продажи акций с превышением, естественно, цен продаж над ценами покупок, при этом цены продаж и цены покупок росли. Особенно широко метод самокотировок использовало АО «МММ».

Создание финансовых пирамид стало возможным из-за поразительной пассивности надзорных органов. Оно может объясняться либо их некомпетентностью и бездеятельностью, либо коррумпированностью, либо сочетанием того и другого. Даже поверхностное изучение документов создаваемых компаний позволяет сделать вывод о многочисленных и легко обнаруживаемых нарушениях, допущенных при их учреждении. Так, проспект эмиссии акций второго выпуска АО «МММ», зарегистрированный московским департаментом финансов (в книге ошибочно указывалось, что он был зарегистрирован Минфином РФ) 16 июня 1993 года, не содержал многих пунктов, установленных законодательством в качестве обязательных для регистрации, в частности балансов предприятия<sup>41</sup>. Трудно объяснить этот вопиющий факт недосмотром. Проспект эмиссии второго выпуска ценных бумаг АО «МММ» в размере 990 млн рублей был утвержден, несмотря на то что с момента образования АО «МММ» источников формирования прибыли не имел, уплаченных

налогов не имел, уставный капитал составил 1 млн рублей»<sup>42</sup>, как и при основании компании, т. е. практически никакой деятельности компания не осуществляла.

Вполне справедливо Александр Потемкин возлагает ответственность за вакханалию с финансовыми пирамидами на Бэлу Златкис – начальника Управления ценных бумаг и финансовых рынков Министерства финансов РФ<sup>43</sup>. Но не могут снять с себя ответственность и ее начальники в этот период: исполняющий обязанности Министра финансов РФ Сергей Дубинин и его заместитель Александр Вавилов, курировавший в Минфине это направление деятельности.

За период с 1 февраля 1994 года по 19 июля 1994 года цена покупки акций АО «МММ» выросла с 1440 рублей до 96 тыс. рублей при номинале акций в 1000 рублей<sup>44</sup>, т. е. почти в 70 раз! Быть акционером «МММ» было очень выгодно.

Крушение АО «МММ» началось с акта проверки соблюдения налогового законодательства от 13 июля 1994 года за 1-й квартал 1994 года, произведенной налоговой инспекцией Москвы в отношении одной из многочисленных (для укрытия от налогов) дочерних фирм АО «МММ»<sup>45</sup>, в которой, видимо, и концентрировались свободные денежные средства компании. Эта проверка обнаружила недоплату налогов. Со всеми штрафами общая сумма предъявленных претензий составила 49,9 млрд рублей<sup>46</sup> – немалая сумма по тому времени. Что более неожиданно: налоговая служба обнародовала эти данные в печати 22 июля

<sup>41</sup> Дмитриев В. Указ. соч. – С. 14–15; Инвестиционно-финансовый портфель [Текст] : Кн. инвест. менеджера. Кн. фин. менеджера. Кн. фин. посредника / Моск. междунар. ун-т бизнеса и информ. технологий, АКДИ «Экономика и жизнь»; [Б.И. Алехин и др.]. – М.: Корпорация «СОМИН-ТЭК», 1993. – С. 306–309.

<sup>42</sup> Дмитриев В. Указ. соч. – С. 14.

<sup>43</sup> Потемкин А.П. Элитная экономика / А.П. Потемкин. – М.: ИНФРА-М, 2001. – С. 124–125.

<sup>44</sup> Дмитриев В. Указ. соч. – С. 116.

<sup>45</sup> Там же. – С. 22–23.

<sup>46</sup> Там же. – С. 19.

1994 года, чего она ранее не делала в отношении конкретных компаний. Одновременно с заявлениями предостерегающего характера в отношении МММ выступили, наконец, Антимонопольная служба и Министерство финансов РФ. Видимо, правительство, наконец, поняло опасность финансовых пирамид. Могло сыграть роль и давление коммерческих банков в отношении конкурентов.

Скорее всего, у АО «МММ» не было средств для уплаты налогов и штрафов. Не выдержав давления, руководство АО «МММ» с 29 июля снизило цену покупки акций до величины в 1000 рублей<sup>47</sup>, т. е. снизило ее более чем в 100 раз. Это и был крах «МММ».

История «МММ» была наиболее яркой страницей в истории финансовых пирамид в РФ в 1993–1994 годы вследствие рекордной рекламы и столь же рекордного привлечения населения, метода самокотировок. Но помимо «МММ» в эти годы были созданы десятки и других финансовых пирамид, лишь деталями (хотя и существенными) отличавшихся от «МММ». Некоторые из них по размерам уставного капитала намного превышали «МММ». Так, «Гермес-Союз» с лета 1993 года по лето 1994 года провел эмиссию акций на сумму 110 млрд рублей<sup>48</sup> или на несколько десятков миллионов долларов по валютному курсу. Объем первого выпуска акций Международного бизнес-центра составил 30 млрд рублей<sup>49</sup>, у АО «Олби-Дипломат» уставный капитал при учреждении составил 51 млрд рублей, при втором выпуске 49 млрд рублей<sup>50</sup>. Среди них было и дети-

ще Бориса Березовского «АВВА». Вслед за крахом «МММ» в течение примерно года-полтора произошел крах и других финансовых пирамид из-за их неспособности выполнять свои обязательства и большей требовательности к ним акционеров и финансовых органов, СМИ. Эти финансовые пирамиды фактически обанкротились. К сожалению, государство, за редчайшими исключениями, не сумело (или не захотело) ни наказать организаторов финансовых пирамид, ни вернуть средства вкладчиков.

Крах «МММ», несмотря на огромные потери его акционеров, имел благотворное влияние на рынок ценных бумаг. Он имел огромное педагогическое значение и для населения, получившего ценный урок финансовой грамотности, и для финансовой системы РФ, впредь не допускавшей таких грубых ошибок. Наконец, скандал с финансовыми пирамидами подтолкнул к усилению контроля за финансовым рынком. С этой целью с огромным опозданием против установленных ранее сроков в конце 1994 года начала функционировать Федеральная Комиссия по контролю за рынком ценных бумаг и фондовыми биржами (ФКЦБ) во главе с Анатолием Чубайсом (фактическую работу по руководству комиссией осуществлял Дмитрий Васильев) и с подчинением Президенту РФ наряду с силовыми ведомствами. Вместе с тем крах финансовых пирамид усилил подозрительность населения к ценным бумагам, особенно частных компаний, и существенно задержал развитие этого рынка. Следует заметить, что акции «МММ» торговались только на двух далеко не самых влиятельных фондовых биржах – РСУБ и РТСБ, что говорило о появлении минимальной биржевой культуры у остальных бирж.

<sup>47</sup> Там же. – С. 28.

<sup>48</sup> Там же. – С. 130.

<sup>49</sup> Там же.

<sup>50</sup> Там же. – С. 114.

Важным направлением в создании инфраструктуры рынка ценных бумаг играло создание системы независимых коммерческих организаций по осуществлению регистровой, депозитной и клиринговой деятельности. По мере акционирования государственных предприятий и их приватизации, формирования открытых акционерных обществ с нуля (например, коммерческих банков) и с началом относительно широкой торговли частными ценными бумагами, их вторичной эмиссии выявились огромные злоупотребления в этой сфере со стороны эмитентов ценных бумаг. Реестры акционеров велись небрежно, нередко нежелательные акционеры из них исключались, порядок хранения ценных бумаг не был установлен, и они могли легко исчезнуть, расчеты по сделкам с ценными бумагами велись долго и тоже небрежно. Поскольку речь шла о большой по размерам и сложной работе, появилась необходимость в выделении ее в самостоятельный вид деятельности там, где имелось большое количество акционеров. Пионером в этом новом виде деятельности явилась инвестиционная компания РИНАКО, у которой уже в начале 1992 года было 10 тысяч акционеров. Для создания в ней депозитария ценных бумаг был создан специальный отдел с участием преимущественно математиков и специалистов в вычислительной технике. Следует отметить, что в формировании инфраструктуры рынка ценных бумаг математики и бывшие работники НИОКР ВПК сыграли огромную роль. Это была своеобразная конверсия ВПК. Это была для них и увлекательная интеллектуальная деятельность, и возможность хорошо заработать. И надо сказать, что с этой новой задачей они хорошо справились. Уже к середине 1992 года

была разработана программа для работы депозитария акционеров РИНАКО, и она стала образцом для других депозитариев. Вскоре этот депозитарий выделился в самостоятельную компанию и стал вести депозитарные операции и для других акционерных компаний. С 1995 года регулирующие органы стали требовать от компаний с числом акционеров более 500, чтобы регистрационные, клиринговые и депозитарные операции для них осуществляли исключительно независимые организации. Это уменьшало возможность злоупотреблений и повышало качество работы в связи со специализацией в этой сфере деятельности. В России быстро были созданы сотни таких организаций. К сожалению, в российской экономической литературе не удается найти подробного анализа их деятельности, но если полагаться, на что есть все основания, на мнение Тэна Густафсона, опирающегося на американского эксперта ФКЦБ<sup>51</sup>, то в этой сфере позитивные изменения начались в 1995 году и продолжались в 1996–1997 годы. Другим важным изменением в создании инфраструктуры ценных бумаг в 1994–1995 годы явилось создание (при технической помощи США) для торговли акциями Российской торговой системы по образцу НАСДАК (Nasdaq) в США – торговли с помощью компьютеров без прямого участия людей. Она позволила значительно ускорить осуществление операций с акциями, хотя и имела серьезные недостатки, с точки зрения мелких индивидуальных инвесторов, поскольку сделки осуществлялись только на сумму, превышающую 15 000 долларов<sup>52</sup>. Уже летом 1995 года РТС осуществляла 15 % опе-

<sup>51</sup> Gustafson T. Capitalism Russian-Style / T. Gustafson, D. Yergin. – Cambridge University Press, 1999. – P. 70.

<sup>52</sup> Там же. – P. 67–68.

раций с акциями в России<sup>53</sup>. Успешное решение многих технических задач создания рынка ценных бумаг вызывало законную гордость у участников этого процесса. Так, Дмитрий Тулин пишет: «Механизм торговли ГКО уникален, и он был создан таким, что используется до сих пор. Это был интеллектуальный подвиг моих коллег! Появление данной технологии в начале 1990-х годов можно сравнить с запуском первого спутника в 1957 году. А финансовый хаос и экономический коллапс тех дней можно сравнить с послевоенной разрухой 50-х (здесь явная описка – 40-х – Г.Х.). Как этот механизм российское правительство использовало – это на его совести. Из подаренного охотничьего ружья тоже можно перестрелять много народу, но не ружье будет в этом виновато. И вот такой профессиональный подвиг был опровергнут дурной политикой»<sup>54</sup>. Пусть сравнение с запуском спутника выглядит преувеличением, в целом со сказанным можно согласиться.

В этот период создавались и другие элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг. Быстро расширялась образовательная деятельность в этой сфере. Первоначально она ограничивалась краткосрочными курсами и изучением относительно элементарных российских и переводных учебников по фондовым биржам. Но уже в 1991 году была открыта кафедра рынка ценных бумаг в Московском финансовом институте во главе с Я.М. Миркиным, которая начала не только педагогическую, но и научную деятельность в этой области применительно к России. Вышедшая в 1995 году кни-

<sup>53</sup> Там же. – Р. 68.

<sup>54</sup> Кротов Н. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. Кн. 2 / Р. Кротов, О. Никульшин. – М.: Экономическая летопись, 2007. – С. 394.

га Я.М. Миркина «Рынок ценных бумаг и фондовый рынок России» далеко выходила за рамки обычного учебника и представляла собой очень серьезное и глубокое научное исследование, с использованием большого количества мировой литературы по этой проблематике и максимально возможным изучением и острокритической оценкой российской практики в этой области. И сейчас нет ни необходимости, ни возможности что-то существенно добавить к тогдашним оценкам Я. Миркина. Вслед за кафедрой в Московском финансовом институте аналогичные кафедры возникли в ряде других экономических вузов России, но они были гораздо слабее. Тем не менее стало возможным (где хуже, где лучше) готовить студентов, имеющих более серьезную базу подготовки в этой области, чем в начале 1990-х годов. Стали выходить серьезные переводные работы по рынку ценных бумаг и корпоративным финансам. С 1992 года начал выходить журнал «Рынок ценных бумаг», который из первоначально весьма примитивного и плохо оформленного издания к 1996 году превратился в весьма содержательный и относительно хорошо оформленный журнал в этой и смежных областях.

В 1994 году появился первый индекс курсов акций 19 российских компаний, составившийся, что весьма показательно, американо-швейцарским инвестиционным банком CS First Boston<sup>55</sup>. В 1995 году появились и отечественные индексы акций.

Гораздо хуже обстояло дело с рейтингами российских компаний, совершенно необходимыми для осознанной деятельности в торговле акциями. Трудности создания такого рейтинга были многочислен-

<sup>55</sup> Gustafson T. Указ соч. – Р. 62.

ными: здесь и недостоверность российского бухгалтерского учета, и сознательная фальсификация данных компаниями, и отсутствие достаточных знаний в области составления рейтингов, робость российских экономистов. Исключением была банковская сфера: здесь рейтинги появились уже в 1993–1994 годы. С большим опозданием и, главное, с малой пользой появился институт отечественных аудиторов. От него было мало пользы из-за низкой квалификации аудиторов и их склонности идти на сделки с аудируемыми компаниями. Больше доверия вызывали международные аудиторские компании, но они в этот период только начали свою деятельность в России, тоже сталкиваясь с огромными трудностями в получении и проверке достоверности экономической информации.

В 1994–1995 годы огромные усилия по созданию инфраструктуры рынка частных ценных бумаг начали приносить некоторые практические плоды на вторичном рынке акций. Это не случайно совпало с завершением процесса приватизации ряда отраслей экономики. Благодаря появившемуся интересу иностранных инвесторов к российскому рынку акций промышленных компаний начался бурный рост с минимального уровня курса их акций и объема торгов на этом рынке. Индекс CS First Boston вырос с декабря 1993 года по сентябрь 1994 года в 15 раз (!) со 116 в декабре 1993 года до 1706 15 сентября 1994 года<sup>56</sup>. Правда, аналогичный огромный рост был в конце 1991 года, но тогда он был связан с почти эфемерными хозяйственными структурами. Этот относительный стремительный рост был на время прерван в результате финансового кризиса октября

<sup>56</sup> Там же.

1994 года («черный вторник») и снизился к январю 1995 года до 600<sup>57</sup>, что означало серьезный биржевой крах, второй после начала 1992 года. За 9 месяцев 1994 года иностранные инвесторы вложили 2 млрд долларов в акции российских предприятий, что принесло огромные доходы тем российским инвестиционным компаниям, которые приобрели их в предшествующий период, окупив для многих из них весьма рискованные вложения, а некоторых (Борис Йордан и «Тройка Диалог») сказочно обогатив. И хотя реальный сектор экономики от биржевого бума ничего не выиграл, но хотя бы в какой-то мере оправдались усилия по созданию колоссальной и, казалось многим, бессмысленной инфраструктуры рынка частных ценных бумаг. Можно было надеяться, что вслед за вторичным оживет и первичный рынок этих бумаг.

Период 1992–1995 годов может быть оценен и как удачный, и как провальный для экономики в истории рынка ценных бумаг, причем в пользу второй точки зрения существовало намного больше аргументов. Правда, появился пока еще небольшой рынок государственных ценных бумаг, но он уже в этот период в силу своей огромной доходности отвлекал ресурсы от рынка частных ценных бумаг и от усилий по увеличению сбора налогов, играя скорее негативную общеэкономическую роль. Вторичные эмиссии в реальном секторе экономики практически еще не начались, и поэтому этот рынок не выполнял свое главное предназначение – аккумулятора денежных накоплений. Население на этом рынке вкладывалось только в финансовые пирамиды.

В то же время была создана, пусть и очень несовершенная, законодательная база

<sup>57</sup> Там же.

этого рынка, завершившаяся в этом периоде принятием весной 1996 года «Закона о ценных бумагах». Была создана система государственного регулирования рынка ценных бумаг. Сформировалась разветвленная система финансовых посредников на этом рынке, некоторые из которых оказались весьма квалифицированными. Начала создаваться система депозитариев, регистраторов. Некоторые технические достижения по организации этого рынка (рынка ГКО, система РТС) были весьма внушительны. Печальный опыт финансовых пирамид повысил финансовую культуру населения России. Значительно повысился уровень экономического образования в этой области. В эту область пришло немало талантливых людей, и не только с естественно-технической подготовкой. Очень выделялись своим интеллектуальным уровнем такие научно-практические деятели, как Яков Миркин, Александр Потемкин, Павел Теплухин, бизнесмены Рубен Варданян, Борис Йордан и ряд других.

Этот период можно, при оптимистическом взгляде на судьбу капитализма в постсоветской России, в этой сфере рассматривать как закладку коммуникаций в строящемся доме. Дома еще фактически не было, коммуникации оказались очень дорогостоящими, но они могли оправдаться (или не оправдаться) в будущем. Уже одно то, что этот, абсолютно чуждый всей истории России последних 70 лет и его прежней экономике, механизм не рухнул, можно было считать достижением и поводом для надежды и для рынка, и для капитализма. Правда, он, если не считать финансовых пирамид, пока практически не затронул население, но и это допустимо было считать издержками его становления.

## 2. Рынок ценных бумаг России в 1996–1998 годы: триумф и трагедия

В отличие от предыдущего периода основная часть данного периода создавала впечатление реального существования рынка ценных бумаг и его важной роли в экономике России. Достаточно только напомнить о важной роли рынка государственных ценных бумаг в финансировании дефицита государственного и местных бюджетов. Пусть и очень ограниченную роль начал играть и рынок частных ценных бумаг, прежде всего вторичный, но также и первичный.

Конечно, наиболее важным явлением на рынке ценных бумаг в этот период стал огромный рост эмиссии разного рода государственных ценных бумаг. В этот период окончательно определилась роль российского рынка ценных бумаг как долгового рынка. Такое положение было характерно для начальных периодов формирования рынка ценных бумаг во всем мире и на Западе относилось к XVIII веку и первой половине XIX века. Но даже с учетом этого обстоятельства раздувание данного рынка в России после 1995 года вызывало тревогу. Решая одну проблему (уменьшение инфляции), оно порождало как минимум две других: возможность погашения растущего долга с очень короткими сроками погашения и отвлечения ресурсов финансового рынка на обслуживание государства, а не частного сектора, и в особенности производства. Самый капиталистический инструмент становился на службу не капиталисту, а государству.

О динамике и эффективности рынка государственных ценных бумаг (ГКО-ОФЗ) в 1995–1998 годы говорят данные табл. 2.

Таблица 2

**Основные показатели рынка государственных ценных бумаг (ГКО-ОФЗ)**  
(до 1998 года в триллионах рублей, за 1998 год, после деноминации, – в миллиардах рублей)

Показатели	1995	1996	1997	1998
Объем эмиссии	171,0	479,0	605,5	335,9
Объем выручки, полученной в результате размещения и до размещения	122,3	322,9	436,2	193,7
Перечислено средств в бюджет	26,8	35,2	32,7	-50,4
Эффективность эмиссии (3 : 1), %	15,6	7,3	5,4	-15,0
Объем государственного внутреннего долга по государственным ценным бумагам (на конец года)	76,6	237,1	364,2	385,8

Источник: РСЕ, 2003. – М., 2003. – С. 563, 564.

Из этой таблицы можно сделать следующие выводы. Во-первых, объем эмиссии ГКО-ОФЗ принял значительные размеры. На пике он составил по валютному курсу примерно 100 млрд долларов. Во-вторых, эффективность этой эмиссии была крайне низкой и к тому же снижалась год от года. Даже в абсолютном выражении она с 1997 года снижалась. Низкая эффективность эмиссии обуславливалась двумя обстоятельствами: во-первых, низкими сроками предоставления займа, что требовало частых погашений. Именно в коротких сроках погашения займов нашла выражение крайняя слабость этого рынка. Инвесторы не хотели рисковать, предоставляя заем на длинный и даже средний срок. В то же время дюрация займов росла: со 105 дней в начале 1996 года до 280 дней в конце 1997 года, оставаясь тем не менее очень короткой (меньше года); во-вторых, высокой величиной процента. Хотя в связи со снижением инфляции и обострением конкуренции на этом рынке процентная ставка неуклонно снижалась, она оставалась высокой и намного превышала процентные ставки на других сегментах финансового рынка. Это делалось для привлечения ин-

весторов именно на этот рынок и, можно предположить, чтобы дать побольше заработать банковскому сектору, для которого эти облигации скорее всего оставались бы выгодным вложением средств и при меньшей процентной ставке.

У рынка государственных ценных бумаг в России в этот период были еще две особенности. В отличие от западных стран на первичном и вторичном рынке была минимальна роль населения. Эмиссия ГКО-ОФЗ осуществлялась в недоступных населению лотах. Министерство финансов, видимо, не надеялось даже на состоятельное население, напуганное крахом финансовых пирамид и финансовыми манипуляциями государства в прошлом, в качестве заемщика. Тем не менее осенью 1995 года Минфин начал выпускать облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), рассчитаного на приобретение населением. Однако размеры выпуска ОГСЗ оказались несравненно меньше, чем ГКО-ОФЗ, и к тому же и они приобретались фактически преимущественно юридическими лицами из-за скептицизма населения<sup>58</sup>. Другой особенностью стало

<sup>58</sup> Потемкин А.П. Виртуальная экономика / А.П. Потемкин. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 87–93.



то, что большая часть эмиссии приобреталась Сбербанком и Центральным банком РФ и из-за недостаточности спроса других отечественных финансово слабых инвесторов и, возможно, из желания предоставить близким к Правительству финансовым структурам привилегии в приобретении доходного финансового инструмента. Как справедливо в связи с этим с осуждением и сарказмом пишет Александр Потемкин, «государственный бюджет во все возрастающей степени заимствовал средства при помощи выпуска ГКО-ОФЗ у государственных же органов»<sup>59</sup>, перекладывая их из одного кармана в другой. Когда же и этих источников оказалось недостаточно и летом 1996 года возникла угроза кризиса этого рынка, Минфин пошел на отмену многих ограничений на приобретение этих бумаг иностранными инвесторами, и их роль на этом рынке стала быстро расти, достигнув летом 1997 года 30 %<sup>60</sup>. Дальнейшие события, приведшие к дефолту, будут описаны в дальнейшем, и они относятся скорее к макроэкономической политике, чем к функционированию рынка ценных бумаг в узком смысле этого смысле. Или, пользуясь терминологией Дмитрия Тулина, владелец охотничьего ружья оказался не на высоте, недостаточно цивилизованным для такого сложного финансового инструмента. Можно сказать, что российская экономика не созрела для этого инструмента. Увлечение его использованием отвлекло внимание и силы российского государства от «скучной» работы по улучшению налогового аппарата, налогового законодательства, повышения эффективности работы всех экономических и политических институтов и, если

без этого нельзя было обойтись, сокращения государственных расходов.

Наряду с огромным расширением объема эмиссий и видов федеральных ценных бумаг в этот период происходило и формирование рынка ценных бумаг субъектов федерации и муниципалитетов. Это было еще более новым делом, поскольку государственные займы какие-никакие выпускались и в СССР. Причина их появления та же, что и федеральных займов: недостаточные доходы и чрезмерные, по сравнению с доходами, расходы. И то же неумение и нежелание собирать налоги и другие доходы и сокращать расходы. Пионерами в выпуске этой категории ценных бумаг были Москва и Санкт-Петербург – наиболее, казалось, перспективные города России. Вслед за ними с довольно существенным опозданием в эту увлекательную игру были вовлечены и многие другие субъекты федерации и муниципалитеты. Инвесторам оценить надежность их ценных бумаг было еще тяжелее, чем федеральных, поскольку еще меньше было известно о состоянии и перспективах их экономик и финансов. Но «мода на Россию» в 1996–1997 годы была настолько велика, что распространилась и на инвестиции в эти ценные бумаги. Однако объем этого рынка был несравненно меньше, чем рынка федеральных ценных бумаг. Так, на конец 1997 года непогашенные долговые ценные бумаги субъектов РФ и муниципалитетов составили 2,2 млрд долларов, в то время как Правительства РФ – 82,1 млрд долларов<sup>61</sup>. О быстром росте этого рынка говорит тот факт, что только в 1997 году было зарегистрировано 249 выпусков долговых бумаг 70 субъек-

<sup>59</sup> Там же. – С. 100.

<sup>60</sup> Там же. – С. 105.

<sup>61</sup> Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 39.

ектов федерации и 33 выпуска 15 муниципальных образований<sup>62</sup>. Поскольку экономика и бюджеты субъектов федерации и муниципалитетов имели те же (а нередко и намного большие) пороки, что и экономика России в целом, судьба этих ценных бумаг была аналогичной: дефолт по почти всем выпускам в том же 1998 году.

В этот период заметные размеры приобрел выпуск долговых обязательств РФ, номинированных в иностранной валюте, что говорило о росте престижа и привлекательности российского рынка государственных облигаций в мире<sup>63</sup>.

Наряду с расширением рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в этот период впервые в постсоветской экономической истории ощутимые размеры и значение, хотя и очень скромные, приобрел и рынок частных ценных бумаг. Этому способствовали и проведенные в конце 1995 года залоговые аукционы, благодаря которым в рыночный оборот были введены акции наиболее перспективных компаний нефтяной промышленности и цветной металлургии. Рост этого рынка сказался прежде всего на возобновившемся уже третьем цикле роста курса акций, который с марта 1996 года по сентябрь 1997 года вырос в 8,5 раз и стал на этот короткий срок самым рентабельным рынком в мире<sup>64</sup>. Благодаря этому обстоятельству и более активной торговле ценными бумагами компаний (числом сделок) капитализация российского рынка акций в конце 1997 года составила 128 млрд долларов США, превысив капитализацию на смежных иностранных рынках<sup>65</sup>, и оборот фондовых бирж приобрел

заметные по меркам формирующихся рынков размеры, превысив обороты фондовых бирж стран Центральной и Восточной Европы<sup>66</sup>. Оборот на Российской торговой системе, самом крупном рынке в этот период, вырос с 2-3 млн долларов в день торгов в начале периода до 216 млн долларов 3 октября 1997 года при среднем их объеме летом 1997 года в размере более 100 млн долларов<sup>67</sup>. Настораживало, однако, то, что этот рынок оставался очень узким. Так, доля сделок с 5 акциями составляла в январе 1998 года 91,3 % всех сделок, в том числе акций РАО ЕЭС – 37,3 % и ЛУКОЙЛ – 33,7 %<sup>68</sup>. Это говорило и об отсутствии рыночного спроса на остальные акции и их предложения компаниями. Разумеется, это говорило о крайней слабости этого рынка. Поэтому значение того отрадного обстоятельства, что капитализация российского рынка акций на пике подъема поднялась до 16,5 % ВВП с 4 % в 1995 году, не следует преувеличивать<sup>69</sup>. К тому же и в 1997 году по капитализации к ВВП российский рынок все еще оставался формирующимся<sup>70</sup>.

Совершенно новым явлением в этот период явился допуск российских частных ценных бумаг на иностранные рынки, где нужно было пройти сложную систему листинга. Этот выход происходил в форме депозитарных расписок, представляющих свидетельства на блоки акций компаний. Возможно, главная цель выпуска этих расписок состояла в том, чтобы облегчить вывоз капитала из России и обеспечить внешний контроль над ними. Внешний рынок акций уже в этот период (статистика начинается с 1999 года), видимо, значительно превышал

<sup>62</sup> Там же. – С. 35.

<sup>63</sup> Там же. – С. 42–43.

<sup>64</sup> Gustafson Т. Указ. соч. – Р. 63.

<sup>65</sup> Миркин Я.М. Указ соч. – С. 33.

<sup>66</sup> Там же. – С. 29.

<sup>67</sup> Gustafson Т. Указ. соч. – Р. 63.

<sup>68</sup> Миркин Я.М. Указ соч. – С. 105.

<sup>69</sup> Там же. – С. 81.

<sup>70</sup> Там же. – С. 80.

внутренний, что, впрочем, характерно для крупных развивающихся рынков и говорит о их несамостоятельности<sup>71</sup>. О крайней слабости российского рынка акций говорила и слабая вовлеченность в него населения, обжегшегося на финансовых пирамидах. В главном финансовом центре – Москве в 1-м квартале 1999 года (более ранние данные отсутствуют) на ММВБ, где велась торговля более мелкими пакетами акций, было лишь 8,2 тысячи розничных акционеров<sup>72</sup>.

Главная беда российского рынка акций в этот период состояла в том, что он по-прежнему не выполнял своего главного предназначения – привлечения капитала. Первичный рынок ценных бумаг был почти мертвым. Первичная публичная эмиссия акций (ИПО) была редчайшим явлением. В силу незначительности этого явления отсутствует даже их статистика (эти данные отсутствуют даже в монографии Я. Миркина). Более распространенной являлась эмиссия облигаций, но и ее размеры были ничтожны. Так, задолженность по корпоративным облигациям нефинансовых предприятий, включая облигации обанкротившегося впоследствии РАО ВСКМ, составила на конец 1997 года лишь 0,3 млрд долларов<sup>73</sup>. Разумеется, в период экономических кризисов первичный рынок акций всегда невелик и из-за сокращения спроса на них и потребности в них в связи с сокращением капитальных вложений. Но и с учетом этого обстоятельства практическое отсутствие его в России выглядит поразительным. Тем более, что спрос на продукцию некоторых отраслей с преобладанием публичных корпораций быстро рос. К таким отраслям относилась прежде всего связь, особенно (но

не только) мобильная, а также некоторые отрасли пищевой промышленности. Тем не менее единственной российской компанией, которая осуществила ИПО, в этот период явилась российско-американская компания «Вымпелком», которая получила ADR (американские депозитарные расписки) третьего порядка и сумела привлечь на Нью-Йоркской фондовой бирже 53 млн долларов<sup>74</sup>.

В данный период в надеждах на настоящие и особенно будущие прибыли продолжало очень быстро расти и без того избыточное количество инвестиционных институтов. С 3176 в апреле 1995 года их количество выросло до 5045 в апреле 1997 года<sup>75</sup>.

Жирную черту под ростом рынка частных ценных бумаг в России поставил финансовый кризис 1998 года. Падение курсов акций началось уже в октябре 1997 года и достигло пика осенью 1998 года. 5 октября 1998 года падение достигло пика, снизившись по индексу РТС по сравнению с пиком подъема более чем в 14 раз<sup>76</sup>. Ежедневный объем торгов на РТС, тогда главной фондовой бирже в России, в сентябре 1998 года составил 163 тысяч долларов в день<sup>77</sup>. Число брокерско-дилерских компаний в июне 1999 года составило 1628 против 5045 в апреле 1997 года, сократившись более чем в три раза. Итак, вслед за крахом рынка государственных и муниципальных ценных бумаг произошел и крах рынка частных ценных бумаг. Так удачно начавшийся в 1996 году этот период в истории рынка ценных бумаг в России закончился катастрофически. Размеры кризиса на этом рынке относительно намного превышали

<sup>71</sup> Там же. – С. 160–161.

<sup>72</sup> Там же. – С. 67.

<sup>73</sup> Там же. – С. 39.

<sup>74</sup> Кетс де Врис М. Указ. соч. – С. 193.

<sup>75</sup> Миркин Я.М. Указ. соч. – С. 25.

<sup>76</sup> Gustafson Т. Указ соч. – Р. 63.

<sup>77</sup> Там же. – Р. 64.

размеры кризиса на банковском рынке. Чем ближе к развитому капитализму оказался рынок, тем сильнее он пострадал.

В чем же глубинные причины этого огромного кризиса?

Наиболее умные и честные практические деятели и теоретики рынка ценных бумаг сумели в объяснении этих причин соединить острую самокритичность и общеэкономический подход. Так, Владимир Миловидов в предновогоднем номере журнала «Рынок ценных бумаг» писал о своих коллегах: «на нивах российского финансового рынка мы выросли снобами. Мы стали считать себя профессионалами, говорить языком биржевиков, красоваться познаниями технического анализа и чтением книг по финансовой теории (это с нашим-то в основном техническим образованием и примерным представлением о направлении кривых спроса и предложения). Мы носили деловые костюмы, переодевались по пятницам в «кэжуэл» (как в Нью-Йорке), ходили в популярные пивные, ездили отдыхать за границу и верили в свою элитарность»<sup>78</sup>. Вместе с тем он отмечает и реальные достижения финансового рынка и его участников<sup>79</sup>. И здесь он точно отмечает самую главную причину финансового кризиса: «Мы довели отечественный финансовый рынок до наивысшего уровня развития, максимально возможного в условиях неэффективной, иррациональной и едва ли рыночной экономики»<sup>80</sup>.

Очень внушительный финансовый рынок этого периода базировался на крайне неэффективной политической системе и виртуальной экономике, имеющей

<sup>78</sup> Миловидов В. Особенности национально-го финансового рынка / В. Миловидов // Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 23–24. – С. 3.

<sup>79</sup> Там же.

<sup>80</sup> Там же. – С. 4.

отдаленное сходство с рыночной экономикой. В этот период сформировались многочисленные политические, экономические и прочие уродки социально-экономической жизни России лишь внешне, по форме похожие на демократию и рынок. Это не означает, что не происходило никакого оздоровления экономических институтов и экономического законодательства, но оно носило очаговый характер. Происходило и известное, иногда весьма впечатляющее, совершенствование финансовых институтов с приобретением образования и опыта. Появились, пусть и очень немногочисленные, сильные финансовые институты и очень талантливые бизнесмены в этой сфере.

В ходе острейшего финансового кризиса должно было выявиться, означает ли он смерть финансового рынка и вместе с ним смерть российского капитализма или очень тяжелую болезнь с последующим выздоровлением или ремиссией. В 1999 году российский финансовый рынок, после очень тяжелой операции в виде дефолта, стал очень медленно оживать. И это означало, что для него открывались новые, возможно, обнадеживающие перспективы.

#### Литература

*Дмитриев В.* Загадка МММ / В. Дмитриев. – М.: Центр, 1995 – 256 с.

*Инвестиционно-финансовый портфель* [Текст]: Кн. инвест. менеджера. Кн. фин. менеджера. Кн. фин. посредника / Моск. междунар. ун-т бизнеса и информ. технологий, АКДИ «Экономика и жизнь»; [Б.И. Алехин и др.]. – М.: Корпорация «СОМИНТЭК», 1993. – 749 с.

*Кетс де Врис М.* Новые лидеры российского бизнеса / М. Кетс де Врис, С. Шекшня, К. Коротов, Э. Флорент-Трейси. – М.: Альбина Паблишер, 2005. – 340 с.

- Кротов Н.И.* История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. Кн. 1 / Р. Кротов, О. Никульшин. – М.: Экономическая летопись, 2007. – 496 с.
- Кротов Н.* История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. Кн. 2 / Р. Кротов, О. Никульшин. – М.: Экономическая летопись, 2007. – 487 с.
- Миловидов В.* Особенности национального финансового рынка / В. Миловидов // Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 23–24. – С. 3–5.
- Мировой банк реконструкции и развития.* Экономические реформы в России: на пороге структурных перемен. – М.: Республика, 1993. – 230 с.
- Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 488 с.
- Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
- Потемкин А.П.* Виртуальная экономика / А.П. Потемкин. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 384 с.
- Потемкин А.П.* Элитная экономика / А.П. Потемкин. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 360 с.
- Российский статистический ежегодник.* 1994. Статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1994. – 799 с.
- Российский статистический ежегодник.* 2003 г. – М.: Госкомстат, 2003. – 705 с.
- Фельдман А.А.* Государственные ценные бумаги / А.А. Фельдман. – М.: ИНФРА-М, 1994. – 175 с.
- Финансы в России:* статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1996. – 161 с.
- Финансы в России:* статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1998. – 246 с.
- Финансы.* Денежное обращение. Кредит: учебник для вузов / под ред. Л.А. Дробозиной. – М.: ЮНИТИ, 1997. – 479 с.
- Ханин Г.И.* Экономическая история России в новейшее время. Т. 2 / Г.И. Ханин. – Новосибирск: Изд-во НГТУ, 2010. – 382 с.
- Gustafson T.* Capitalism Russian Style / T. Gustafson, D. Yergin. – Cambridge University Press, 1999. – 282 p.