



Яков Миркин

председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы»

# Люди без собственности

**Благодаря политике государства в России могла бы шаг за шагом выстраиваться имущественная база среднего класса**

Такая база может стать гарантом политической стабильности и экономического роста. Эта же политика предполагает и выращивание сильного регулятора финансовых рынков. Не растворение его в Центральном банке, а создание защитника, который помогает массовому инвестору стать собственником.

— По факту в России работает экономическая модель, в которой рынок ценных бумаг намного менее значим, нежели банковский сектор. У модели есть известные пределы. Она основана преимущественно на долговом финансировании. Что скажете по поводу этого утверждения?

— Финансирование, основанное на рынках (market-based system), не может состояться, если государство занимает в экономике 45–50%, в том числе в банковском секторе. У нас собственность сверхконцентрирована, государство — крупнейший источник бизнеса, налоги и бюджет играют гипертрофированную роль. В этих координатах система инвестиций, основанная на институтах финансового рынка, которые не являются аффилированными с государством и крупнейшим бизнесом, все больше «забывается в угол», сжимается до ниши в 10–20%.

Рынок акций, капитализация не могут стать «премьерами» в экономике, где 95% компаний

принадлежит двум-трем ключевым собственникам, и при этом все стремятся вывести ключевые активы и доходы за рубеж. По уровню «офшоризации» мы на уровне Ближнего Востока.

В этом пустынном пространстве победителями становятся система финансирования, основанная на банках (bank-based system), рынок долгов, рынок корпоративного контроля, венчур, основанный на глубоком участии государства в отличие от американской модели, зависимость от денег нерезидентов. Типичная модель развивающихся рынков средней руки.

Финансовый рынок — это производная от модели экономики и политической конструкции общества. В Иране не может быть Нью-Йорка. Но и в России пока его не будет. В экономике, в которой активы все более концентрированы, а средний и малый бизнес, в том числе финансовый, вытесняется на обочину, зашкаливает доля банков в финансовых активах (95% в России). Но

сами банки стремительно катятся к олигополии и становятся все в меньшей степени финансовыми посредниками, а в большей мере — бухгалтерами денежных потоков государства и крупных корпораций. Пять банков формируют 50% кредитов в России, 20 банков — более 70%. Эта тенденция пока нарастает. Число банков меньшего размера и небанковских финансовых институтов постоянно падает. Сфера свободного перераспределения денежных ресурсов между относительно независимыми игроками сжимается.

— Почему сужается? В советской экономике какие-то банки были, но не было ни бирж, ни акционерных обществ. После наступления рыночной эры российские банки тоже не были уж очень независимыми, но уж фондовый рынок поначалу вообще был игрушечный. То есть, хочу сказать, у независимых игроков никогда не было особо большого поля для игры.

— Вы можете построить деревянный макет и назвать его автомобилем, но по дороге он не поедет. Банки в советской системе — при кассовом плане, при централизованном распределении кредита, при очень жестком планировании финансирования капложений и при административном проценте — во многом являлись всего лишь техническим учетным аппаратом с элементами «хозяйственного расчета». Кредит имел черты автоматического. На переломе 90-х годов в России создали буйный, очень маленький, очень рискованный, отчасти пиратский банковский сектор, но он находился чуть ближе к состоянию свободного рынка. Своевременно это было или нет, или банки нужно было либерализовать позже, после приватизации и модернизационного рывка (пример — Южная Корея), — отдельная дискуссия. Но были, хотя и небольшие, шансы перейти к более цивилизованной системе.

Но сейчас происходит движение к другой крайности — по мере того как экономика огосударвляется,

застывает в крупных формах, вслед за сверхконцентрацией активов, финансовый сектор становится (в меру этого укрупнения), скорее, слугой, а лучше сказать, дворовым холопом, нежели самостоятельным игроком. Лозунг дня — к кому бы прислониться. Вот только вчера с одним из владельцев средних региональных банков мы обсуждали, как приспособить западные банковские стратегии к тому, что он делает в своем офисе. А закончили разговор тем, что такой банк, с учетом дефицита денежных ресурсов и сверхконцентрацией денег в Москве,

Сейчас происходит движение к другой крайности — по мере того как экономика огосударвляется, застывает в крупных формах, вслед за сверхконцентрацией активов, финансовый сектор становится (в меру этого укрупнения), скорее, слугой, а лучше сказать, дворовым холопом, нежели самостоятельным игроком.

может выжить, только прислонившись либо к государству, либо к крупным региональным бизнес-группам, в конечном счете тоже связанным с государством через своих владельцев. Своеобразный феодализм.

— К этому и веду. У нас нет традиций свободного рыночного хозяйствования. У нас бюрократическая страна. Это наша историческая константа. По-моему, финансовый сектор, как и все хозяйство, аккуратно возвращаются именно к той модели, которая пока единственно возможна в России?

— Пока все традиции, социально-культурные ценности основаны на том, чтобы прислониться к государству. Я только что опубликовал доклад, где разбирается вопрос о связи экономической модели поведения населения и модели корпораций в России, модели финансового рынка, модели corporate governance (корпоративное управление). Все, что мы наблюдаем, прямо вытекает из структуры собственности

и экономического поведения населения. Все социологические замеры (накоплен их огромный объем) показывают, что только 7–8%, может быть, 10% населения готовы быть в «свободном плавании», действовать независимо, с рисками, не особенно полагаться на чьи-то сильные плечи, как бы они ни назывались — государство или же крупная корпорация. Пока это константа, но, надеюсь, не на все времена. Мы, финансовые люди, действуем строго в рамках того пространства свободы, которое определяется 7–10% действующих россиян. Остальных мы

обслуживаем в меру их спроса на стандартные продукты.

— Десять процентов — это много. Если дать волю этим десяти процентам активного населения, они могут свернуть горы. Вопрос в другом — может ли оно получить волю?

— Вопрос в том, что остальные 80-90% населения — это люди в разной степени, но все же вертикального подчинения, протекционизма, которые хотят быть прислоненными к государству, а во вторую очередь — быть закрепленными в корпоративной структуре, обеспечивая внутри нее свои интересы. В крайнем случае, быть на самостоятельном кормлении, на откупах, но в пределах предоставленных им свыше прав и полномочий. Поэтому 8–10% — это очень мало. Здесь много аналогий с «континентальной моделью» в Западной Европе, со структурами защиты и подчинения в тех азиатских странах, которые совершили «экономическое чудо» (корпорация — семья,







подчинение сюзеру). Но эти аналогии плохо работают, результаты пока разные, так как мы проигрываем этим странам в «низах» с позиций интенсивности и качества повседневного труда, а в «верхах» — с точки зрения адекватности решений, которые они принимают. Почему этот проигрыш постоянен и принимает чудовищные формы, могут объяснить только этнопсихологии и историки.

И еще одна позиция, которая будучи далека от финансов, многое объясняет. В истории России последних трехсот лет не было момента, когда бы ее население владело — действительно в массе — крупными личными акти-

вами в недвижимости (земля, дома) и ликвидных ценностях и обладало бы возможностью их накапливать и передавать по наследству. В течение последних ста лет каждое поколение россиян, каждые 25–30 лет — в силу войн, революций, денежных реформ и кризисов — теряло все то, что удавалось лично накопить и каждое новое поколение начинало свою жизнь практически с имущественного нуля. Реформы Александра Второго не соединили крестьян с землей (ее нужно было выкупать, земля попала в общину), а в городах у вытесненного с земли пролетариата, по сути, у люмпенов за 50–60 лет собственность не возникла.

Из этого выткались «земля — крестьянам, фабрики — рабочим» 1917 года. У нас пока нет традиций собственности, передаваемой из поколения в поколение. У огромного большинства семей нет реально значащих активов, унаследованных хотя бы в третьем поколении. Поэтому последствия реформ в России и на постсоветском пространстве (кроме Прибалтики) оказались гораздо жестче, чем в Восточной Европе с ее земельными отрезами и каменными домами, в которых жили еще прадеды.

При приватизации 90-х годов население было отделено от массовой собственности в предприятиях. Сейчас

происходит то, что в восемнадцатом веке в Великобритании называлось «обезземеливанием», огораживанием. То есть отделение населения от земли, ее сверхконцентрация в немногих руках. У нас уже существуют «латифундии», еще придется решать вопрос об ограничении владения землей в одних руках, как это кровью и потом делалось в Латинской Америке. Обезземеливание, отделение от собственности — это огромная проблема для финансового рынка, для возможности финансировать развитие, не говоря уже о социальной и экономической устойчивости страны. И, конечно же, люди без собственности — это государственные люди.

Как только что-то становится выгодным или реально нужным, мы все становимся специалистами. Решения принимаются вполне рациональные. Как только ценные бумаги — в массовом сознании — из жетона казино станут ценным активом, вопрос о финансовой грамотности будет немедленно решен. И для этого не понадобятся ссуды Всемирного банка.

Никуда не денешься, не может быть «англосаксонской модели» финансового рынка в этой системе координат! Ну не может быть! Невозможно сделать то, что физически сделать нельзя.

А вот система крупных полугосударственных банков, основанная на счетах и депозитах населения, будет процветать. До следующей денежной реформы, или падения цен на сырье, или же финансовой инфекции, откуда-то занесенной.

Есть ли возможность дать обратный ход всему этому дурно сложенному корпоративному государству с примесью социализма и феодализма? Опыт тех стран, в которых власти бескомпромиссно и без оглядки на приватные интересы делали «экономическое чудо», сочетая авторитарные методы и либерализацию, говорит, что шансы всегда

есть, исторические императивы могут быть сломаны.

— А что нужно сделать?

— Можно было бы вообразить обратный ход, когда благодаря политике государства шаг за шагом выстраивается имущественная база среднего класса, его активы — через дешевую ипотеку, дешевые (или даже бесплатные) земельные участки, через защиту (от лишних налогов, от регулятивных издержек) собственности в мелком бизнесе.

А еще — создается массовая база инвесторов не через мифические программы финансовой грамотности, а через реальные налоговые стимулы лично

для каждого и для институциональных инвесторов — представителей денег населения. Для чего? Для деконцентрации собственности, стимулирования массовой собственности на акции, роста спроса на миноритарное участие в бизнесе.

В мировой практике есть десятки видов налоговых льгот, стимулирующих длинные вложения населения в акции приоритетных отраслей, в модернизацию, в венчур. Они у нас не используются, либо вводятся в анекдотической форме.

Еще мы крайне нуждаемся в новых классах инвесторов под налоговые льготы. Это личные пенсионные счета; корпоративные пенсионные, компенсационные и инвестиционные планы; фонды социально ответственного инвестирования и т.п. У нас отсутствуют

ключевые налоговые льготы для благотворительных фондов и эндаументов, без которых они не могут нормально существовать. Налоговый режим опционных программ для менеджеров и специалистов таков, что их приходится делать либо в зарубежном праве, либо «левой рукой через правое ухо». Очень нужен равный налоговый режим для физических лиц — нерезидентов с российскими корнями. Все это — потенциальные инвесторы в капиталы бизнеса, «разводняющие» их сверхконцентрацию.

И, наконец, приватизация. Отдайте хотя бы 15–20% пакетов не крупным инвесторам (именно на это она сейчас нацелена), а — через специализированные аукционы — «физикам».

Финансовый инженер может придумать десятки способов, как регуляторам помочь перейти к массовой акционерной собственности, придвинуться ближе к модели «капитализма акционеров» (shareholder capitalism) вместо «капитализма стейкхолдеров» (stakeholder capitalism).

— С моей точки зрения, с финансовой грамотностью у нашего населения не безнадежно. Народ следит за курсом ЦБ, правильно переключается из валюты в валюту.

— Совершенно верно. Как только что-то становится выгодным или реально нужным, мы все становимся специалистами. Решения принимаются вполне рациональные. Как только ценные бумаги — в массовом сознании — из жетона казино станут ценным активом, вопрос о финансовой грамотности будет немедленно решен. И для этого не понадобятся ссуды Всемирного банка (сегодня на эти цели выдано больше 100 млн долл.).

Эта же политика создания «капитализма акционеров» предполагает и выращивание сильного регулятора финансовых рынков. Не убийство его, не растворение в центральном банке под лозунгами мегарегулятора или отсут-



ствия рынка, а создание защитника, который шаг за шагом помогал бы массовому инвестору прийти к собственности на российский бизнес.

Финансовый рынок — это производная от структуры собственности, модели экономики, модели государства и корпораций. Финансовый регулятор, в свою очередь, производная от того, как устроен финансовый рынок.

Умаление ФСФР просто пробивает дорогу закономерности. Сейчас историки, изучая 20-е годы, очень хорошо видят, как шаг за шагом отсекались те рыночные элементы финансового хозяйства, которые были созданы в результате политики НЭПа. Я уверен, что тем, кто жил в то время, все это казалось случайными актами. А сейчас очевидна железная закономерность.

То, что происходило с ФСФР, да и в целом с финансовым рынком на протяжении последних 15 лет, тоже имеет свою железную логику. Люди, принимающие решения, выражают логику процессов, которые идут в нашей экономике и государстве. А логика эта — сверхконцентрация, огосударствление, подтверждение сырьевого характера экономики, попытка в режиме форсажа преодолеть отставание в вооружениях, с огромной бюджетной сферой и очень высокой централизацией управления. Как я уже говорил, в этой системе координат финансовый рынок и его независимый регулятор — нонсенс.

Может быть и обратная логика, но она может выстраиваться только в результате реализации проекта «Рыночная Россия 2.0», как-то так.

— Есть ли хоть одна сила, которая в этом заинтересована?

— Кажется, что впереди формируется точка перелома, но отнесет ли она нас в рыночную среду, или мы вдруг окажемся в совсем другом проекте «Нерыночная Россия 2.0», никто не знает. Поэтому сейчас бизнес на финансовых рынках, если он не подпитывается государствен-

ными деньгами, аккуратно сползает к годовым горизонтам инвестиций, и не более того.

Точка перелома может случиться в результате внешних ударов («финансовые инфекции», падение цен на сырье), или из-за конфликта поколений, или же просто потому, что следующие генерации тех, кто регулирует в ведомствах макроэкономику, будут еще слабее, чем те, кто стояли у руля последние десятилетия. Именно так произошло в СССР. Каждое следующее поколение управленцев было слабее, менее образованно и действовало с меньшей энергетикой, чем предыдущее. Против СССР в конце 1980-х гг. соединились менеджерская слабость, падение цен на нефть, расходы на то, чтобы обеспечить паритет с США в области вооружений, «моральный износ» экономики. Перелом был бы более жестким, если бы общество 1980-х не удерживалось свежей памятью о войне 1941–45 гг. Сегодня эта память намного слабее, многие ограничения сняты безрассудством и потерями последующих лет.

Мы сейчас аккуратно сползаем к тому же сценарию. В частности (общие причины не рассматриваем) потому, что финансовая система не работает ни в логике модернизации, ни в логике устойчивого роста, ни, тем более, в логике «экономического чуда». Я всегда много занимался тем, какой должна быть финансовая политика устойчивого экономического роста. Сейчас — какой она должна стать, если бы мы поставили задачу «экономического чуда». Такого же, какое случилось в результате правильной хозяйственной политики в послевоенной Германии, в Японии, Южной Корее, Китае и других странах. Какие параметры должна для этого иметь российская финансовая система? Инвестиции / ВВП — свыше 32% (сегодня 22–25%), насыщенность деньгами (M2/ВВП) — 80–100%, на-

сыщенность кредитами (Внутренний кредит / ВВП) — 60–70% (сегодня в два раза ниже), ссудный процент (кредиты экономике) — не выше 5–7% (сейчас — до 14%), налоги и квазиналоги — 30–35% ВВП (сегодня — до 50%), текущие расходы государства (Конечное потребление государства / ВВП) — 8–13% ВВП (сегодня — 17–18%).

Нынешняя экономическая система очень неустойчива, она имеет свойство стремиться к замкнутости или к открытости по принципу «обмен сырья на бусы». И чем дальше мы идем по этой дорожке, тем меньше шансов на активное, мягкое, благоразумное реформирование. Хотя, конечно, никто не может его полностью отменить, памятуя об опыте Китая, который смог выбраться из ямы «Большого скачка», маоизма, культурной революции.

— В свое время я внимательно прочитала книжку Ли Куан Ю и поняла, что на протяжении длительного времени именно он, автор «сингапурского чуда», является теньвым консультантом правительства Китая.

— Может быть, потому что есть такой фактор как китайские общины, китайские меньшинства, они во многом сохраняют свою идентичность, связи, удерживают привязку к стране происхождения, создают каналы для обмена идеями и инвестициями.

— Да! Но у нас такого фактора нет. А если б он был, то получилась бы модель, описанная Аксеновым. Если бы у нас был остров Крым как место, где успешно реализован вариант русского капитализма (к которому мы уже три раза прорывались), то, возможно, эта модель давала бы какие-то образцы. Правящему классу КНР, который смотрит на Сингапур и Тайвань и на то, что там смогли сделать китайцы, легче, чем нам, находящимся в метаниях между «лучшим зарубежным опытом» всех частей света.

— Интересная идея. С другой стороны, всегда есть надежда, что прогнозы, основанные на экстраполяции (а их

выше предостаточно), окажутся ошибочными. Вдруг происходит что-то, взрывающее любые пессимистические тенденции, потому что народ чувствует, что ему нужно выживать. Все рассуждения о традиционных ценностях, об экономическом поведении, об «огосударствлении» сознания могут оказаться взорванными. Но в это остается только верить.

— Но мы же сейчас сидим и именно это обсуждаем. И нас не двое на всей территории России. А 10%, и это рычаг на самом деле.

— 300 спартанцев на самом деле.

Причем число этих спартанцев пока убывает. Возможности поиска общего блага вопреки своему частному имеют свои пределы. В какой-то момент люди, а больше всего финансовые люди, как самые образованные, рациональные и рискованные, вдруг убеждаются, что слишком тяжело тратить время жизни на строительство того, что построить сегодня нельзя.

— Что мы можем все-таки констатировать?

— Что пора вернуться от обсуждения рамочных условий, в которые втиснут финансовый рынок и которые полностью определяют его судьбу, к очень конкретным попыткам сделать здесь и сегодня более устроенным наш финансовый дом. Может быть, тогда он поможет устоять и улучшиться общей конструкции.

Мы говорим о том, что наш финансовый рынок неправильно устроен, мы жалуемся на финансового регулятора, так же как в советские времена все жаловались на то, как несовершенна жизнь, но на столе все было. Сейчас у нас на столе тоже все есть. Нам только хотелось бы большего и лучшего.

Я считаю, что мы должны сделать добросовестную попытку доказать властям, что единственно рациональным действием является развитие сильного финансового регулятора в России, находящегося вне зоны действия ЦБ, стимулирующего



создание массовой собственности как основы устойчивости российской экономики и как залога устойчивого финансирования экономического роста.

Это единственно рациональное действие.

Отказ от этого решения является на порядок более затратным, нежели попытка сэкономить сейчас на создании сильного финансового регулятора за счет бюджета, отговариваясь тем, что у правительства нет денег.

— В каком-то интервью Волошина спросили: зачем же мы отказываемся от идеи отдельного регулятора фондового рынка? А он отвечает: мы ведь уже 20 лет добивались усиления ФСФР, и никак не получается. То есть по факту, такова природа нашего рынка.

— 15 лет ФСФР увешивали новыми функциями и полномочиями, но при этом не наделяли настоящими ресурсами. И конечно, если качество решений на уровне макроэкономики таково, то, наверное, найдутся люди, которые разведут руками и скажут: мы пытались, но это не получается.

Рынок давно требует одной очень простой вещи — наделите финансового регулятора настоящими ресурсами. В первую очередь для развития рынка, не для мелкого технического и юридического надзора, а для долгосрочного развития, для надзора за рисками финансовых институтов и рынка в целом, для борьбы за честность цен и информационную прозрачность, для проведения сильной макроэкономической политики во взаимодействии с Банком России и Минфином.

И больше ничего.

— Цель — последовательно и доказательно говорить властям, что создание сильного регулятора финансового рынка и сильного финансового рынка является единственным правильным макроэкономическим решением. Как можно это доказать?

— Есть две линии доказывания.

Первая — это констатация того факта, что не решен ряд задач, стоя-

щих перед российским финансовым рынком. Это задачи активного содействия экономическому росту, прихода действительно крупных длинных денег, создания массовой акционерной собственности и внутреннего инвестора, честности ценообразования. Не решена задача урегулирования сверхвысокой волатильности рынка. Но если вы за 15 лет смогли построить только малолитражку, это же не означает, что надо отказаться от задачи создания всего продуктового ряда автомобилей и сам цех по производству малолитражек передать в подчинение танковому заводу. Ведомство не решило базовую задачу, но это не основание для того, чтобы уничтожить ведомство. Ему дали массу функций, полномочий и обязанностей, но не дали ресурсов, связали руки. Дайте тогда ресурсы, наконец. Десять лет мы говорим об этом.

Есть вторая линия доказывания. Неправильно центральному банку поглощать регулятора финансовых рынков — по очень простой причине. Потому что не получится соединить лебедя, рака и щуку. В этом пункте придется обратиться к теории. Известно, что нет ничего более практичного, чем сильная теория.

У банков и небанковских финансовых организаций — разный профиль и разный периметр рисков, которые они принимают.

Финансовая индустрия аккуратно отстроена в соответствии с различными профилями риска, которые присущи различным секторам реальной экономики. Банкам свойственно финансирование более стабильных сегментов, хотя, конечно, частью портфеля они заходят и в более рискованные области экономики. Это более крупные животные, мощные и медленные. На них держится платежная система. Банки — это депозиты населения. Банки в силу своей природы и в силу угрозы системного риска обязаны принимать более низкие риски, нежели

чем брокеры — дилеры или даже чем институциональные инвесторы. Для этого на них накладывается жесткое регулирование рисков — пруденциальный надзор центрального банка. В качестве компенсации — доступ к дешевым деньгам центрального банка и «бесплатным остаткам» на текущих и расчетных счетах.

И, наоборот, вся индустрия ценных бумаг и финансовых инноваций нацелена на то, чтобы направлять инвестиции в более рискованные сферы — в бизнес в период его агрессивного роста, в компании малой и средней капитализации, в высокотехнологичные отрасли, в сферу корпоративных реструктуризаций, слияний и поглощений. Для запредельных рисков есть еще венчурная индустрия и компании частного капитала, тесно связанные с институтами ценных бумаг. Все эти финансовые животные — более мелкие в сравнении с банками, обязаны бегать и прыгать, уметь и любить принимать более высокие риски, не имея доступа к дешевым деньгам центрального банка, а, значит, за это иметь более слабое регулирование, чем коммерческие банки.

Когда же мы передаем эти институты ценных бумаг в регулирование ЦБ с его прессом «пруденциального надзора», мы предлагаем силачу с десятипудовым весом собирать своими пальчиками электронные конструкции. Заодно и рушим все то, что смогли бы в будущем, пытаться отстроить индустрию венчурного финансирования.

Прогноз — резкий рост регулятивных издержек институтов ценных бумаг. Они и так работают на более дорогих деньгах и с меньшей маржой, чем коммерческие банки, их доходы в огромной степени более волатильны, чем у банков. Итог — умирание большей части этих институтов с темпами, более быстрыми, чем умирают и уходят сейчас с рынка небольшие коммерческие банки и страховые организации.