

**Яков Миркин**

председатель совета директоров ИК «Еврофинансы»,
зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, докт. экон. наук, проф.

СУДЬБА И БУДУЩЕЕ РЕГУЛЯТОРА

ФСФР/ФКЦБ всегда была особым ведомством. Вместе с Банком России и Минфином она с нуля создала российский рынок капиталов — один из крупнейших развивающихся, далеко ушедший от «рынка на фронтьере» 1990-х гг. В группе из 25 стран Центральной и Восточной Европы более 80% биржевых оборотов по акциям формируется в России, на постсоветском пространстве — более 99%.

ФСФР/ФКЦБ: КАКОЙ ОНА БЫЛА, ЛОГИКА РЕФОРМЫ 2013 Г.

Именно ФСФР/ФКЦБ пыталась внедрить механизмы саморегулирования, была ближе к рынку, чем любое другое ведомство. Она всегда была площадкой для споров, полем действия крупных имен, ярких личностей. Новации требовали не столько аппаратных работников, сколько специалистов, готовых выдавать идеи на-гора. Финансовый рынок, его модель, какой она сложилась в России, а также его успехи или неудачи — во многом отпечаток характеров, взглядов, эффективных идей или ошибок этих людей. Критикуя работу ФСФР/ФКЦБ или подерживая все ее начинания, мы отдаем должное ее команде — руководителям, специалистам, вложившим огромный труд в создание рынка. Именно эта позиция — признательности, уважения (при

всех сложностях и спорах, связанных со строительством нашего финансового дома «под ключ») — должна остаться в российской финансовой истории.

Судьба ФСФР/ФКЦБ — точное отражение процессов эволюции общества и экономики России в 1990–2000-е гг. От романтизма, рыночности, а иногда и анархии 1990-х гг., от либеральности, которая вдруг оборачивалась жестким администрированием и безоглядным копированием чужих практик, к огосударствлению, централизации, укрупнению и сверхконцентрации собственности. От мечты и попыток создания англо-саксонской модели (*shareholder capitalism, market-based finance*), нового Нью-Йорка к континентальной модели (*stakeholder capitalism, bank-based finance*), точнее, к смешанной модели, типичной для развивающихся рынков.

Следствие этих процессов — частота административных реформ, ограничение шаг за шагом статуса и самостоятельности

ведомства, призванного регулировать финансовые рынки.

Нет ничего лучше административной реформы, когда не знаешь, что делать и как дальше жить. Укрупнить, разъединить, а лучше отрезать и, опять собрав, куда-то отдать. Кажется, что что-то меняется и, может быть, к лучшему. Ломки аппарата каждые 5–6 лет, перетряски структур, когда никто не работает, но все ждут перемен. Интриги, кадровые загадки, неожиданные рокировки, потери бойцов, уходящих в никуда.

Административная реформа (укрупнение, консолидация, реорганизация) — стандартный ответ на неудачу. Например, на провал (пока) проекта создания международного финансового центра в Москве. Это мнимый, псевдоответ, чтобы отчитаться, изобразить каную-то ответную реакцию. Проводятся слияния и поглощения — чтобы создать что-то «мощное», «мега» — вместо осмысленных и содержательных действий.

Именно такой является реформа ФСФР 2012 – 2013 гг.

С другой стороны, по мере огосударствления и сверхконцентрации собственности с конца 1990-х гг. происходило упрощение финансовой структуры, снижалась роль в экономике финансового рынка и небанковских финансовых институтов, стремительно сокращалась их численность. С умалением важности объекта регулирования неизбежно должен был терять свой вес и сам регулятор.

Год за годом, с середины 1990-х гг., по мере того как откладывалось решение задачи создания в России крупного и устойчивого финансового рынка, содействующего росту частных инвестиций, и все больше огосударствлялась экономика и становилась концентрированной структура собственности, государственному регулятору финансового рынка все чаще отводили техническую роль (так же, как, впрочем, и Центральному банку).

Год 1993-й, 1996-й, 2000-й, 2004-й, 2011-й, 2013-й – время коренных перемен в судьбе ФСФР/ФКЦБ. Сначала была Комиссия, прямо подчиненная Президенту РФ, независимая от Правительства РФ, созданная по аналогии с Комиссией по ценным бумагам и биржам США (*U.S. Securities and Exchange Commission*). Затем возникло «коллегиальное» ведомство, рулить которым были допущены Банк России, Минфин, участники рынка. С 2004 г. – «служба», но не служба, как ее понимали авторы административной реформы, а, по сути, рядовое министерство. Новации 2011 г. Все творческое, законодательное (разработка политик, установление норм и правил) было сосредоточено в Минфине, а все техническое (лицензии, регистрации, надзор за всеми финансовыми институтами, кроме банков) – в ФСФР. Получилось не экономическое ведомство, не игрок, занимающийся развитием финансового рынка, и равноправный партнер Минфина, Банка России и МЭР, а технический мегарегулятор. Наконец, завершающее действие 2013 г. – поглощение ФСФР Центральным банком, потеря статуса федерального ведомства.

Все это время не менялось только одно. Обязанностей и прав у ФСФР становилось все больше, а сил, чтобы их исполнить, – все меньше. Как и в 1990-х гг., центральный аппарат располагался на нескольких этажах запыленного здания Госстандарта в Москве. На каждую штатную единицу ФСФР, кем бы она ни была – уборщицей или руководителем, приходилось по 3–4 финансовых института, несколько сотен эмитентов. Штат Банка России превосходил ФСФР в 30–40 раз,

Минфина – в 10–15 раз. Заработная плата среднего чина в «верхах» ФСФР была в 2–3 раза ниже, чем в финансовом бизнесе. Ведомство было второразрядным. Ему выделялись средства по остаточному принципу. Не выполнялся базовый международный принцип *IOSCO*: функции и полномочия регулятора должны полностью покрываться выделенными ему ресурсами.

Следствие – массивы отчетов, но только для архива ФСФР. Острый дефицит аналитики. Отсутствие системы пруденциального надзора за рисками финансовых институтов, за вероятностью их банкротства. Жесткий контроль, но только технических деталей. Перевес юристов над экономистами, формы над содержанием. Слабое присутствие в макроэкономике в качестве политика и регулятора. Бреши в защите инвесторов. Невозможность игры на опережение в борьбе с деформациями финансового рынка, рисками, заносимыми с глобальных рынков.

За 20 лет ФСФР превратилась, по сути, в техническое ведомство со «связанными руками». А между тем она задумывалась как сильный регулятор и политик на макроуровне, способный на равных отстаивать интересы инвесторов в диалоге с правительством и экономическими ведомствами (Минфин, Минэкономразвития, Банк России, налоговики). Предполагалось, что Служба станет одним из центральных нервных узлов экономики, от которого должны зависеть судьбы собственности и капитализация российского бизнеса, острота финансовых кризисов, высота стен, призванных защищать от финансовых пирамид.

В судьбе ФСФР/ФКЦБ проглядывает идеологическое решение давнего, шумного спора конца 1990-х гг., непримиримой борьбы между Комиссией и Банком России о том, какой модели, (англосаксонской или континентальной, германской) нужно придерживаться в системе финансирования экономики России. ФСФР/ФКЦБ по умолчанию всегда делала выбор в пользу англосаксонской модели, ей упорно отдавались все приоритеты – и в практической, и в научной области, хотя ее «одежка» никак не накладывалась на российский социум, всегда коверкалась, рвалась, и из-под нее упорно проглядывало что-то ли германское, то ли латиноамериканское. Пример: все трансформации российского рынка ценных бумаг и его системы регулирования, которые он пережил с начала 1990-х гг.

В итоге нет ничего удивительного в том, что по восточной притче соломинка переломила спину верблюда. Прямые причины ликвидации ФСФР на удивление

просты, в них нет многотомных обоснований, но они точно ложатся в тенденции, рассмотренные выше.

Эти причины, во-первых, субъективный взгляд тех, кто принимает решения на макроуровне, что «финансового рынка нет»; во-вторых, неудача с МФЦ и необходимостью отчитаться какими-то новыми мерами по его развитию; в-третьих – самое главное – нежелание выделять средства бюджета на укрепление ФСФР как самостоятельного ведомства. Проще передать ее Банку России, у которого «много своих денег».

Что дальше? Возродится ли когда-нибудь Комиссия по ценным бумагам как самостоятельная величина в российской системе финансового регулирования?

СЦЕНАРНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ РЕФОРМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Сценарий первый: худший, вероятность 10–15%. Умаление роли финансового регулятора или даже будущее его исчезновение в «недрах» Банка России по мере сужения рыночных свойств российской экономики, усиления в ней административных, командных начал. В российской истории есть аналог – умирание финансового рынка и системы его регулирования в конце 1920-х гг. Этот сценарий может быть реализован, если российскому обществу в будущем придется перенести острые ценовые (сырье), финансовые или иные шоки, выплескивающиеся в социальную и политическую сферы.

Сценарий второй: альтернативный, лучший, вероятность 10–15%. Доминирование экономических аспектов регулирования финансового рынка, нацеленных на развитие финансового рынка, преодоление его деформаций и рисков, над техническими и юридическими (эти начала преобладали в ФКЦБ/ФСФР с 1990-х гг.).

В пользу того, что этот сценарий имеет право на существование, говорит Закон о мегарегуляторе (июль 2013 г.) – у Центрального банка появилась новая функция. Согласно этому Закону он «*проводит политику развития и обеспечения стабильности функционирования российского финансового рынка*». В функции ФСФР это не обозначалось.

Вместе с тем шансы этого сценария невелики. Его реализации противоречат:

а) модель российской экономики и ее финансового сектора (огосударствление, сверхконцентрация собственности, суперконтинентальная модель финансов, далеко превосходящая по «континентальности» европейскую (банки, кредиты и долги);

б) ограниченный потенциал Банка России как ведомства, способного проводить эффективную финансовую политику, не ос-

нованную на мифах и предубеждениях (пока многолетний опыт подтверждает это);

в) природа Центрального банка (модель регулирования коммерческих банков иная, чем небанковских финансовых институтов, во многом различны и их риски);

г) нарушение управленческих принципов, сверхцентрализация власти и полномочий у Банка России, не адекватная размерам и сложности объекта управления (финансовый рынок, эмитенты и акционерная собственность, защита инвесторов) и, как следствие, ограниченная операционная способность ЦБ РФ.

Сценарий третий: технический, вероятность 15–20%. Он заключается в отсутствии изменений по существу. ФСФР консервируется как «Служба» Банка России по финансовым рынкам, ее аппарат разрастается и начинает лучше кормиться на хлебах ЦБ РФ, но продолжает сохранять характер, по сути, технического ведомства (регистрация, лицензирование, аттестация и т. п.). Вводится облегченный, технический вариант пруденциального надзора (его раньше, по существу, не было). Ускоряется рост регулятивных издержек, число нормативных актов, проверок, отчетности увеличивается по экспоненте. Развитие финансового рынка тормозится за счет быстрого роста числа ограничений (аналог — Казахстан), но модель регулирования, существовавшая в 1990–2000-х гг., в целом сохраняется.

Сценарий четвертый: вероятность 50–65%. Включает как элемент третий сценарий, но при этом содержит качественные изменения: меняется модель регулирования небанковских финансовых институтов. Банк России пытается «накрыть» небанковские институты той же сверхжесткой системой надзора за рисками, которая принята у банков. Для них она естественная. Банки — основа платежной системы страны, держатели счетов и депозитов населения. Если что-то происходит с крупным банком, резко повышается системный риск финансового кризиса. За сдерживание своих appetitov к рискам и доходности банкам открыт доступ к дешевым кредитам Банка России.

Но у брокеров-дилеров и инвестиционных фондов и даже страховых компаний такой прерогативы нет. У них нет дешевых денег. От них в 99% случаев не зависит устойчивость платежной системы. Поэтому они берут на себя риски выше, чем банки, идут в акции, деривативы. Большая часть их ресурсов попадает в высокорисковые отрасли экономики, высокотехнологичные, в «газели» (компании с ростом в 10–20% в год), малыми деньгами — в венчур. Они — при-

родные инвесторы в модернизацию. Их нельзя перегружать надзором. Они должны бежать налегке, свободно принимая вызовы, иначе они не смогут решить свою задачу — финансировать инновации. А если кто-то из них по дороге падет, то рынки не заметят «потери бойца» и двинутся дальше.

Все это далеко от природы Центрального банка, от его страсти к финансовой стабильности, укрупнению финансовых институтов, от стремления установить, как можно более жесткий надзор.

Еще один риск — ускоренный перенос на слабый финансовый сектор в России форматов регулирования G-20 в тех же темпах, в каких это происходит на развитых рынках, чтобы их догнать, а может быть, и перегнать.

Каковы экономические последствия реализации рисков этого сценария?

Взрывной рост издержек в небанковском финансовом секторе, не перекрываемый доходами. Ускорение вымирания небанковских финансовых институтов (они и так еле дышат) или уход их в тень, резкое сужение внутреннего финансового рынка (традиционно небанковские брокеры-дилеры держат 2/3 рынка акций, банки — 2/3 рынка корпоративных облигаций).

ШАНСЫ НА ВОЗРОЖДЕНИЕ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ КОМИССИИ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

По всем законам системного анализа модель мегарегулятора с предельной концентрацией управления в одних руках возможна только на малых финансовых рынках. Даже если долго и нудно заниматься тем, что называется «распределением полномочий и децентрализация».

Россия сегодня — уже большой рынок, хотя он и дошел до того, что по недавнему закону брокеры-дилеры должны согласовывать с регулятором назначение руководителей финансовых подразделений, как в 1930-е гг. — начальников цехов.

Поэтому либо мегарегулятор сделает российский финансовый рынок из большого малым, «придушит» его, а основная часть торговой активности окончательно переместится в Лондон, Франкфурт, Нью-Йорк, Гонконг и т. д., либо через пару-тройку лет грянет очередная реформа. И тогда уже будут делить Банк России и отрезать от него куски или в качестве *twin picks*, или — по тысяче других признаков — в полном соответствии с новейшими веяниями в любой стране света.

Базовый прогноз: новое выделение мегарегулятора из Банка России через

несколько лет. Если окажется, что ЦБ РФ как материнская компания «выкормил» сильное ведомство и отдал его рынку, — честь ему и хвала.

Больше шансов, что все произойдет «как всегда». Циклические, бюрократические, бессмысленные по сути и конфликтные по содержанию слияния-разделения ведомств — всем этим полна история российской экономики, как советской, так и переходной.

НЕГАТИВНЫЙ ОПЫТ СОЗДАНИЯ МЕГАРЕГУЛЯТОРА НА БАЗЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Существует ли такой опыт?

Ближе всего — Казахстан с его пока провалившимся проектом международного финансового центра и центральным банком в качестве мегарегулятора. «Позитивный» опыт Казахстана широко признается в России. На примере этого государства хорошо видны последствия от скользящего к «меньшей рыночности», перерегулирования и передачи функций мегарегулятора центральному банку (с апреля 2011 г.).

О чем идет речь? Вымирание финансовых институтов, ликвидация НПФов как класса (создание Единого пенсионного фонда в государственной собственности), избыточное регулирование под лозунгами внедрения международных стандартов, уничтожение отрасли частных регистраторов ценных бумаг (создание единого государственного регистратора, учредителем которого является Центральный банк). Число брокеров-дилеров сократилось в октябре 2008 г. — июле 2013 г. на 46%, управляющих инвестиционным портфелем — на 56%, ПИФов — на 52%¹. Угнетено саморегулирование (в банковском деле концепция СРО применяется кратно меньше, чем на фондовом рынке).

В России объем биржевых торгов акциями в 1,6 тыс. раз больше, чем в Казахстане (2011 г.), капитализация рынка акций — в 20 раз (июль 2013 г.). В Казахстане — 25 небанковских брокеров, в России — их более 500 (июль 2013 г.). Еще в 2007 г. эта разница была заметно меньше. В 2007 г. — августе 2013 г. объем торгов казахстанскими акциями снизился в 8–10 раз, капитализация — в 3 раза. Это не объяснишь только кризисом 2008–2009 гг. и проблемами еврозоны. Сжатие казахстанского рынка произошло на порядок в больших масштабах, чем в России, и в этой части может быть вызвано институциональными факторами. ■

¹ Обзоры текущего состояния рынка Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан (www.afn.kz).