

Российский финансовый рынок не в полной мере эффективен, утверждает председатель Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Игорь Костиков. О причинах низкой эффективности рынка, о возможных действиях его регуляторов в кризисных ситуациях глава ФКЦБ рассказал в интервью журналу «ВЕСТИ».

Марина ТАЛЬСКАЯ

# Рынок пускает пузыри



EAST NEWS

— **Скандал вокруг «ЮКОСа» вызвал обвал на фондовом рынке. В связи с этим не намерена ли Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг предпринять дополнительные регулирующие меры? Скажем, обязать организаторов торговли пересмотреть методику составления индексов, дабы подобные частные «трагедии» не сказывались столь кардинально на интересах всех инвесторов?**

— Буквально месяц назад, до событий с «ЮКОСом», ФКЦБ рекомендовала РТС изменить структуру индекса. Поводом послужила история с акциями «Норильского никеля», когда в результате нескольких нестандартных сделок 18 сентября индекс РТС упал на 3,2%. РТС выполнила наши требования. Однако в ситуации, аналогичной истории с «ЮКОСом», никакие перемены формальных индикаторов не способны переломить тенденцию. В конце концов, на эффективном рынке индекс отражает и

фиксирует настроение инвесторов и состояние рынка, поэтому и служит ориентиром для принятия решений. А российский финансовый рынок не является в полной мере эффективным, именно об этом я говорил на заседании правительства 11 ноября.

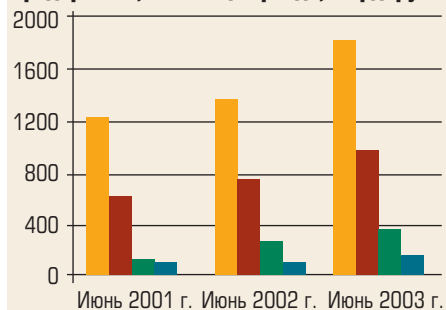
— **В том докладе правительству вы констатировали наличие «пузыря» избыточной ликвидности на финансовом рынке. Если такой диагноз поставлен, то следует принимать какие-то пожарные меры. Какие?**

— Речь идет не о спекулятивном («мыльном пузыре»), который угрожал бы взорваться в самое ближайшее время. «Пузырь» избыточной ликвидности, о котором я говорил, представляет собой разрыв между подъемом финансового рынка, количеством свободных средств на нем и дефицитом вложений в реальный сектор экономики. Ресурсы, сконцентрированные на финансовом рынке, могут обеспечить потребности экономики, но фондовый рынок не в состо-

янии их переварить. Так, объем российского финансового рынка, включая рыночную

## Заводы играют на рынке

**Финансовые вложения нефинансовых предприятий и организаций (без малых предприятий, на конец периода, млрд. руб.)**



Источник: ФКЦБ России

капитализацию, с начала января 2002 года по конец октября 2003 года удвоился и составляет около \$370 млрд. Объем инвестиций, поступивших в экономику (около \$100 млрд.) также вырос, но несопоставим с объемом рынка. Из сравнения этих цифр следует, что российский финансовый рынок не способен трансформировать аккумулируемые на нем ресурсы в инвестиции, а следовательно, с макроэкономической точки зрения неэффективен.

К сожалению, до сих пор многие нуждающиеся в инвестициях предприятия предпочитают полагаться на собственные силы и не взаимодействовать с финансовыми институтами. Тем не менее наблюдается устойчивая тенденция роста самофинансирования хозяйствующих субъектов с помощью финансовых рынков. Накопленный объем финансовых вложений, осуществляемых нефинансовыми предприятиями и организациями, за год увеличился на треть и составляет около 1,8 трлн. руб. Для сравнения: в виде кредитов от банков предприятия получили примерно столько же. Это в основном короткие кредиты, которые не позволяют предприятиям реализовывать долгосрочные инвестиционные программы. Для полноценного кредитования экономики — в первую очередь малого и среднего бизнеса — у банков недостаточно капитала. Доля кредитных организаций в рыночной капитализации, без учета Сбербанка, составляет 0,17%, а с учетом — 2,95%. Для сравнения: в суммарной капитализации крупнейших компаний США финансовые корпорации составляют 8%, в Великобритании — 16%.

Правда, доля капитализации других российских финансовых посредников пока еще ниже. А капитализация имеет принципиальное значение как для операторов фондового рынка, так и для банков.

**— Сами собой напрашиваются классические русские вопросы — «Кто виноват?» и «Что делать?»**

Причины неэффективности финансового рынка общезвестны. Это и достаточно высокий уровень инфляции, экспортно-сырьевая направленность российской экономики, высокий уровень олигополизации экономики, административные и налоговые барьеры. Препятствуют перетоку средств финансового рынка в реальную экономику и

слишком высокие транзакционные издержки. Под последними я подразумеваю издержки, связанные с различными видами рисков, — нарушением прав инвесторов, манипулированием и использованием инсайдерской информации, недостаточной прозрачностью финансового рынка.

Такие высокие издержки обусловлены как отсутствием стимулирования развития малого и среднего бизнеса, так и недостаточной прозрачностью российских компаний, слабой государственной защитой инвесторов, отсутствием требуемого спектра инструментов фондового рынка, а также низкой эффективностью банковского сектора в целом.

**— Решена ли проблема манипулирования на финансовых рынках с принятием поправок в закон «О рынке ценных бумаг» и соответствующего постановления Федеральной комиссии?**

Частично. Законодательство предусматривает запрет манипулирования только для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Круг лиц, способных совершить такого рода правонарушения, значительно шире. В частности, получается, что инвесторы и эмитенты могут манипулировать рынком безнаказанно. А меры, направленные на предотвращение использования инсайдерской информации и наказание за эти действия, в законодательстве попросту отсутствуют. Это правонарушение пока невозможно даже квалифицировать.

**— В числе перечня барьеров, препятствующих эффективному функционированию финансового рынка, вы упомянули слабое государственное регулирование. Что имеется в виду?**

По существу, в основе сложившейся в России структуры регулирования и надзора лежит верный принцип — функционального регулирования, которому следует большинство юрисдикций развитых стран. Он подразумевает, что компетенция регулятора определяется по виду деятельности организации, независимо от ее «родовой» принадлежности. На деле этот принцип у нас воплощается недостаточно последовательно и налицо элементы институционального регулирования. Это прежде всего повышает издержки объектов регулирования, порождает дублирование функций регуляторов, а иногда ведет и к возникновению двойных стандартов и порождает необоснованную конкуренцию между регулирующими органами, каждый из которых ответственен только за свою формализованную область.

**— Много лет обсуждается, и не только в России, идея создания мега-регулятора — структуры, которая «командовала» бы всеми категориями участников финансового рынка. Вы — сторонник или противник такой модели?**

— На мой взгляд, создание единого органа, курирующего все финансовые рынки и их участников, — это слишком радикальный вариант реформы системы регулирования. По этому пути пошли Великобритания, Япония, Корея, Исландия, Германия, Люксембург, Австралия, Венгрия, Франция. Дальше всех продвинулась Великобритания. Однако уже сейчас в Туманном Альбионе данное достижение представляется не беспспорным. Слишком дают бюрократические проблемы, появившиеся в связи с укрупнением структуры. Оценив этот опыт, США, также готовившиеся реализовать подобную модель, решили оставить все как есть. Мне представляется, что в отношении российского рынка внедрение такой структуры несколько преждевременно, если вообще целесообразно. На данном этапе имеет смысл вести речь о координации действий регуляторов — создании межведомственной группы по финансовой стабильности, в которую вошли бы руководители Минфина, ФКЦБ, Банка России. В компетенции такой группы, на мой взгляд, могла бы находиться выработка согласованных мер в кризисных ситуациях, даже таких частных, как скандал вокруг «ЮКОСа».

**— Какова, на ваш взгляд, роль СРО в системе регулирования?**

Идея саморегулирования также не бесспорна. Переосмысление целесообразности данного механизма происходит во всех развитых странах — США, Франции, Великобритании. Две последние в итоге отказались от этого института. Он не может и не должен дублировать, а тем более подменять собой государственное регулирование.

**— Насколько я понимаю, речь никогда и не шла о замене государственного регулирования, говорили лишь о выработке профессиональных стандартов деятельности.**

В том-то и дело, что шла. И попытки СРО защитить интересы финансового посредника в ущерб интересам главных фигур финансового рынка — инвесторов, вкладчиков и застрахованных лиц — приводят к неразрешимому конфликту интересов.

**— Означает ли, что ФКЦБ намерена предпринимать по отношению к существующим СРО кардинальные меры?**

ФКЦБ не раз приостанавливал деятельность саморегулируемых организаций при нарушении последними действующего законодательства.

**— Вернемся от глобального к частному. Когда, наконец произойдет либерализация рынка акций «Газпрома»?**

Пока слишком много этому препятствует. Но президент страны пообещал, что либерализация рынка акций «Газпрома» произойдет в следующем году. То есть счет идет уже не на годы, а на месяцы.

**Игорь Костиков:**  
«Российский финансовый рынок не способен преобразовывать аккумулируемые ресурсы в инвестиции»

