ИСТОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Книга 5

ИСТОРИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

от ваучеров до наших дней

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

История российского фондового рынка: от ваучеров до наших дней

https://litres.ru/74737189
SelfPub; 2026

Аннотация

Чтобы понимать сегодняшний рынок, нужно знать, через что он прошел. Эта книга — увлекательное путешествие по трем десятилетиям российского фондового рынка. Вы увидите, как ваучерная приватизация создала первых акционеров, а МММ и ГКО преподали стране жестокие уроки. Мы разберем бурные IPO 2000-х, «народные» размещения, кризисы 2008 и 2014 годов, шок 2022 года с заморозкой активов и рождение нового рынка частных инвесторов. Вы узнаете, откуда взялись черты, которые сегодня определяют доходность ваших вложений: зависимость от сырья, роль государства, дисконт к мировым аналогам. Это книга о том, как прошлое помогает избежать старых ошибок и увидеть новые возможности.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Рынок, которого не было: стартовая точка начала 1990-х 5
Конец ознакомительного фрагмента. 27

Виталий Гурьев
История российского фондового рынка: от ваучеров до наших дней

Эта книга носит образовательный и познавательный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Описания исторических событий, цифры и оценки основаны на открытых источниках и работах историков. Там, где данные расходятся, приведены распространённые оценки, а мнения и версии отделены от установленных фактов. Упоминания реальных компаний и людей служат иллюстрацией исторических процессов и не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности.

Сведения о современных рынках и правилах изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться. Инвестиции связаны с риском, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Рынок, которого не было: стартовая точка начала 1990-х

Когда вы сегодня открываете приложение брокера и за пару минут покупаете акции крупной российской компании, кажется, что так было всегда. Котировки бегут по экрану, аналитики спорят о дивидендах, а новости о ключевой ставке моментально двигают цены. Между тем всей этой системе едва исполнилось тридцать с небольшим лет, и по меркам истории она моложе многих ваших родственников. Чтобы понять, почему российский рынок устроен именно так, а не иначе, нам придётся вернуться в страну, где слово «акция» вызывало ассоциации скорее с протестом или с политической кампанией, чем с владением частью бизнеса. С этой точки отсчёта и начнётся наше путешествие.

Представьте экономику, в которой каждый завод, каждая шахта, каждый магазин и каждая парикмахерская принадлежат одному владельцу. Этим владельцем было государство, и оно же решало, что производить, по какой цене продавать и сколько платить работникам. В такой системе просто не возникает вопроса о том, сколько стоит предприятие, потому что его невозможно ни купить, ни продать. Прибыль завода не распределялась между собственниками, а изымалась в бюджет и перераспределялась по плану. Акция как инстру-

мент, который даёт право на долю прибыли и голос на собрании владельцев, в такой конструкции была попросту лишней деталью.

Советский человек при этом вовсе не был лишён сбережений, хотя возможностей вложить их было немного. Главным и почти единственным вариантом оставалась сберегательная книжка, на которую начислялись скромные проценты. Существовали облигации государственных займов, однако их распространяли скорее как обязательную добровольность, удерживая часть зарплаты на работе. Многие семьи откладывали деньги годами, чтобы встать в очередь на автомобиль, кооперативную квартиру или мебельный гарнитур. Деньги в такой системе были не столько капиталом, сколько талоном на право получить дефицитный товар, когда подойдёт очередь.

Если вам кажется, что фондовая биржа была для России чем-то совершенно чужим, история говорит об обратном. Биржа в Петербурге была учреждена ещё по воле Петра I в начале XVIII века, и поначалу на ней торговали прежде всего товарами. Знаменитое здание биржи на стрелке Васильевского острова, которое вы могли видеть на открытках, было построено в начале XIX века по проекту Тома де Томона. Во второй половине XIX века, в эпоху железнодорожного строительства и стремительного роста промышленности, Петербургская биржа превратилась в настоящий центр торговли ценными бумагами. На ней обращались акции же-

лезнодорожных обществ, банков, металлургических и нефтяных компаний, а также государственные займы.

Дореволюционный рынок не был тихой заводью для избранных, он переживал ажиотажи и обвалы, знакомые любому современному инвестору. Предприниматели размещали акции новых обществ, публика увлекалась модными отраслями, а затем наступали периоды горького разочарования. Крупные иностранные капиталы, прежде всего французские, бельгийские и британские, вкладывались в российскую промышленность и в государственные облигации. Французские вкладчики массово покупали так называемые русские займы, и это стало одной из самых известных историй долгового рынка той эпохи. Иными словами, у страны был вполне живой опыт капитализма, хотя и короткий по европейским меркам.

Этот опыт оборвался после 1917 года, когда частная собственность на предприятия была упразднена, а банки и крупная промышленность национализированы. Новая власть отказалась платить по долгам прежнего правительства, и держатели царских облигаций по всему миру остались ни с чем. Для французских семей, которые вложили в русские займы сбережения нескольких поколений, это стало настоящей катастрофой. Акции национализированных компаний превратились в красивые бумаги, которые позже начали коллекционировать как исторические сувениры. Сегодня вы можете найти такие сертификаты на аукционах, где их продают уже

не как ценные бумаги, а как предметы старины.

В 1920-е годы, в период новой экономической политики, биржи на короткое время вернулись. Государство разрешило частную торговлю и мелкое предпринимательство, и для обслуживания этой торговли вновь открылись товарные и фондовые биржи. Торговали на них преимущественно государственными займами, валютой и товарами, а частных акций в прежнем смысле почти не осталось. К концу 1920-х годов, с переходом к форсированной индустриализации и коллективизации, биржи были закрыты. После этого на шесть десятилетий слово «биржа» в советском лексиконе звучало как символ чужого, капиталистического мира.

Здесь полезно остановиться и задать себе вопрос, который часто задают начинающие инвесторы. Почему традиция, которая существовала почти два века, исчезла практически бесследно? Ответ состоит в том, что рынок держится не на зданиях и не на вывесках, а на людях, привычках и правилах. Когда исчезают собственники, брокеры, юристы, бухгалтеры и сама культура доверия к договору, никакое здание биржи не сохранит рынок. К концу 1980-х годов в стране почти не осталось людей, которые помнили бы, как работает торговля акциями.

Перемены начались в середине 1980-х годов, когда руководство страны признало, что экономика буксует. Дефицит товаров стал хроническим, нефтяные доходы после падения мировых цен сократились, а бюджет начал испытывать

серьёзные трудности. Власти решились на осторожные эксперименты, не отказываясь от главного принципа государственной собственности. Одним из первых шагов стал закон о государственном предприятии 1987 года, который дал заводам больше самостоятельности в решениях. Директора получили возможность частично самостоятельно распоряжаться продукцией и доходами, и это стало первой трещиной в монолите плановой экономики.

Настоящим прорывом стал закон о кооперации, принятый в 1988 году. Он разрешил гражданам объединяться в кооперативы и заниматься коммерческой деятельностью почти без ограничений по видам бизнеса. В кооперативы быстро потянулись самые активные люди, и за пару лет их число выросло до десятков тысяч. Кооператоры шили джинсы, открывали кафе, ремонтировали технику, перепродавали компьютеры и занимались посредничеством между государственными предприятиями. Многие будущие владельцы банков, бирж и промышленных холдингов делали свои первые деньги именно в кооперативах.

Кооперативное движение важно для нашей истории по одной простой причине. Впервые за много десятилетий в стране появился частный капитал, то есть деньги, которыми человек мог распоряжаться по своему усмотрению и которые он стремился приумножить. Этот капитал искал применения, и очень скоро ему стало тесно в рамках одного кафе или мастерской. Кооператоры начали создавать ком-

мерческие банки, торговые дома и посреднические конторы. Именно этот небольшой круг людей стал первыми покупателями, продавцами и организаторами будущего рынка.

Параллельно в стране появились первые коммерческие банки, которые создавались на средствах кооперативов, государственных предприятий и даже министерств. Банковская лицензия в те годы получалась относительно просто, и к началу 1990-х годов в стране работали уже сотни банков. Многие из них выполняли роль расчётного центра для узкой группы владельцев, а не классического кредитного учреждения. Такие банки позже станут главными участниками рынка государственных бумаг и приватизационных сделок. Пока же они учились проводить платежи, работать с валютой и зарабатывать на разнице между официальными и рыночными ценами.

В 1990 году появился документ, который многие историки называют формальным рождением акционерной формы в позднем СССР. Правительство утвердило положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, а вместе с ним положение о ценных бумагах. Впервые за долгие годы законодательство описывало, что такое акция, кто может её выпускать и какие права она даёт владельцу. Документ был несовершенным и написанным с оглядкой на государственную собственность, однако он открыл дверь для первых экспериментов. С этого момента предприятия могли преобразовываться в акционерные об-

щества, а граждане получили право владеть их акциями.

Первые акции позднего советского времени мало походили на то, что вы видите сегодня в своём брокерском счёте. Часто это были так называемые акции трудового коллектива, которые распределялись среди работников предприятия. Они давали право на небольшую дополнительную выплату из прибыли, но почти не давали права влиять на управление. Купить или продать такую бумагу на открытом рынке было невозможно, потому что такого рынка ещё не существовало. По сути, это был скорее инструмент мотивации персонала, чем полноценная доля в бизнесе.

Отдельные предприятия пошли дальше и начали преобразовываться в акционерные общества с участием разных собственников. Одним из известных примеров стал автозавод КамАЗ, который в 1990 году стал акционерным обществом. Акционерами становились государство, сами предприятия-партнёры и работники, а распределение долей отражало сложный баланс интересов. Подобные преобразования выглядели скорее как управленческий эксперимент, чем как появление настоящего рынка капитала. Тем не менее они приучали людей к мысли, что завод может принадлежать не только государству.

Ещё одним предшественником приватизации стала так называемая аренда с правом выкупа. Трудовой коллектив брал предприятие у государства в аренду, платил арендную плату и получал возможность со временем выкупить имуще-

ство. Такие арендные предприятия появились в конце 1980-х годов и считались прогрессивной формой хозяйствования. Работники впервые почувствовали связь между результатами труда и судьбой собственного предприятия. Позже многие арендные коллективы станут первыми владельцами приватизированных заводов, а опыт аренды повлияет на выбор схем приватизации.

Для понимания психологии того времени важно увидеть, кем ощущали себя работники таких предприятий. Они не считали себя инвесторами в современном смысле и не думали о рыночной стоимости своей доли. Для них это был способ сохранить рабочие места, получить небольшую прибавку к зарплате и защититься от произвола вышестоящего министерства. Логика коллективной собственности, когда завод принадлежит «всем нам», оказалась очень устойчивой. Именно она во многом определила, как люди распорядятся своими правами в первые годы массовой приватизации.

Самым ярким явлением рубежа десятилетий стала настоящая биржевая лихорадка. После разрешения коммерческой деятельности по всей стране начали открываться товарно-сырьевые биржи, и к началу 1992 года их насчитывалось, по разным оценкам, несколько сотен. Биржи появлялись при министерствах, при крупных предприятиях, при городских администрациях и даже при научных институтах. Слово «биржа» стало модным, примерно как сегодня слово «стартап» или «маркетплейс». За этим модным словом чаще

всего скрывалась площадка для перепродажи дефицитных товаров.

Самой известной из таких площадок стала Российская товарно-сырьевая биржа, созданная в 1990 году. Её основателем и символом был Константин Боровой, один из самых ярких публичных предпринимателей того времени. На бирже торговали всем подряд: от вагонов леса и цистерн нефтепродуктов до автомобилей, компьютеров и строительных материалов. Брокерское место на бирже стоило больших денег и само по себе стало объектом спекуляций. Торговая сессия выглядела шумно и азартно, а журналисты охотно показывали её как витрину нового капитализма.

Чтобы понять, зачем экономике понадобились сотни бирж, нужно вспомнить о системе распределения ресурсов. Государственные предприятия десятилетиями получали сырьё и комплектующие по фондам, то есть по плановым разнарядкам. Когда плановая система начала разваливаться, разнарядки перестали работать, а рынок ещё не появился. Биржи стали временным мостом между двумя системами, местом, где директор мог найти металл, топливо или древесину за деньги или по бартеру. Разница между государственной ценой и биржевой ценой превращалась в огромную прибыль для посредников.

Именно на этих биржах сформировалось первое поколение российских брокеров. Брокер того времени редко имел экономическое образование, зато обладал энергией, связя-

ми и умением быстро договариваться. Среди них были бывшие комсомольские работники, научные сотрудники закрытых институтов, инженеры, фарцовщики и вчерашние студенты. Многие из них позже возглавят инвестиционные компании, банки и управляющие компании, о которых мы будем говорить в следующих главах. Профессиональные навыки они осваивали прямо в процессе работы, без учебников и стажировок.

Портрет такого брокера легко узнаваем, и, возможно, в нём вы узнаете кого-то из старших знакомых. Это молодой человек лет двадцати пяти, у которого есть пейджер, кожаная куртка и записная книжка с телефонами директоров заводов. Утром он договаривается о продаже партии алюминия, днём ищет покупателя на вагон сахара, а вечером обсуждает с друзьями идею открыть собственный банк. Он плохо понимает теорию финансов, зато прекрасно чувствует, где возникает разница в ценах. Именно такие люди через несколько лет будут торговать акциями, ваучерами и государственными облигациями.

Среди инвестиционных компаний, которые выросли из той эпохи, особенно известна «Тройка Диалог», основанная в 1991 году. Её команда одной из первых в стране начала профессионально заниматься операциями с ценными бумагами. Позже компания станет крупнейшим отечественным инвестиционным банком, а затем войдёт в состав Сбербанка. Подобные истории показывают, что многие нынешние

гиганты финансового рынка выросли буквально из ничего за несколько лет. Стартовый капитал составляли не столько деньги, сколько скорость и готовность учиться на ходу.

Однако ни биржевая лихорадка, ни кооперативы не могли создать полноценный фондовый рынок без главного условия. Таким условием являются стабильные деньги, в которых можно оценивать компании и считать доходность. В 1991 году государство провело обмен крупных купюр, который вошёл в историю как павловская реформа. Пятидесятирублёвые и сторублёвые банкноты нужно было обменять за три дня с жёсткими ограничениями по сумме. Многие граждане, хранившие наличные дома, потеряли часть сбережений, а доверие к рублю получило серьёзный удар.

Следующий удар оказался куда сильнее. Со 2 января 1992 года правительство отпустило большинство цен, отказавшись от государственного регулирования. Решение было вынужденным, потому что полки магазинов были пусты, а плановое снабжение перестало работать. Цены в первые же недели выросли в несколько раз, а по итогам года инфляция в стране составила около 2500%. Это означает, что товары, стоившие в начале года один рубль, к концу года стоили примерно двадцать шесть рублей.

Давайте переведём эту цифру на язык семейного бюджета. Предположим, что ваша бабушка к концу 1991 года накопила на сберегательной книжке десять тысяч рублей. Ещё недавно на эту сумму можно было купить автомобиль или

существенную часть кооперативной квартиры. Через год с небольшим эти же деньги обесценились настолько, что их хватало примерно на несколько месяцев скромной жизни. Вклады в Сбербанке не были проиндексированы, и миллионы людей в одночасье лишились накоплений всей жизни.

Этот опыт имеет прямое отношение к фондовому рынку, хотя на первый взгляд кажется чисто бытовой историей. Человек, у которого инфляция отняла сбережения, на долгие годы теряет доверие к любым финансовым обещаниям. Одновременно у него возникает острое желание найти способ спасти оставшиеся деньги, и это желание делает его лёгкой добычей для мошенников. В результате общество одновременно боялось финансовых инструментов и жадно искало чудесный способ разбогатеть. Это противоречие будет определять поведение частных инвесторов в течение всего десятилетия.

Высокая инфляция разрушала и саму логику инвестирования в бизнес. Когда цены растут на тысячи процентов в год, бессмысленно строить долгосрочные планы и считать дивиденды на несколько лет вперёд. Деньги стремятся немедленно превратиться в товар, валюту или недвижимость, а любое ожидание оборачивается потерями. Доллар превратился в главную меру стоимости, и цены на крупные покупки люди всё чаще пересчитывали в американской валюте. Именно поэтому, как вы увидите дальше, первые котировки российских акций будут выражаться в долларах.

Чтобы рынок акций заработал, нужна целая инфраструктура, которую мы обычно не замечаем. Нужен закон, который чётко определяет права акционера и обязанности компании. Нужен независимый реестр, в котором записано, кому принадлежат акции. Нужны депозитарии, расчётные системы, профессиональные посредники и регулятор, который следит за соблюдением правил. В начале 1992 года практически ни одного из этих элементов в стране не существовало.

Попробуйте представить, как выглядела бы покупка акции в таких условиях. Вы договариваетесь с продавцом, передаёте ему деньги и получаете бумажный сертификат или выписку. Однако нет никакой гарантии, что эта выписка что-то значит, потому что реестр хранится в бухгалтерии самого предприятия. Директор может в любой момент сказать, что вы не значитесь в списке акционеров, и доказать обратное будет крайне трудно. Судебная система при этом ещё не умеет разбирать подобные споры и не имеет для этого чётких законов.

Похожая ситуация была и с информацией о компаниях. Бухгалтерская отчётность советских предприятий составлялась для министерств и статистических органов, а не для инвесторов. В ней невозможно было найти привычные сегодня показатели вроде чистой прибыли на акцию или долговой нагрузки. Многие предприятия формально были убыточными, хотя фактически генерировали значительные потоки денег через посредников. Оценить реальную стоимость бизнеса по

таким документам мог лишь человек, который хорошо знал отрасль изнутри.

Отдельная проблема заключалась в том, что не было ни одного профессионального сообщества, способного задать стандарты. В развитых странах брокеры, аудиторы, юристы и аналитики формировали свои правила десятилетиями. В России первые участники рынка учились на собственных ошибках и на советах иностранных консультантов, которые начали приезжать в страну. Такие консультанты часто приносили с собой готовые западные модели, не всегда подходящие к местным условиям. Тем не менее именно их участие помогло позднее выстроить базовые элементы инфраструктуры.

Давайте разберём типичную ошибку восприятия, которую делают многие люди, изучающие этот период. Кажется, что раз в стране появились биржи, брокеры и первые акции, значит, рынок ценных бумаг уже работал. На самом деле это была лишь внешняя оболочка, за которой не стояли ни права собственника, ни прозрачная информация, ни устойчивые деньги. Похожую ошибку совершают и современные инвесторы, когда видят красивое приложение и решают, что за ним обязательно стоит надёжная система. История начала 1990-х годов учит смотреть не на витрину, а на то, что стоит за ней.

Ещё одна частая ошибка состоит в том, чтобы считать людей той эпохи наивными. Многие участники первых бирж

прекрасно понимали риски и сознательно шли на них, потому что потенциальная выгода была огромной. Разница между государственными и рыночными ценами позволяла заработать на одной сделке больше, чем инженер получал за несколько лет. В подобных условиях рациональный человек готов рисковать гораздо сильнее, чем в стабильной экономике. Это наблюдение пригодится вам позже, когда мы будем разбирать периоды высоких процентных ставок и бурного роста.

Важно понимать и настроение общества на рубеже 1991 и 1992 годов. После распада Советского Союза в декабре 1991 года Россия оказалась новым государством с новыми границами, новой валютной системой и огромными экономическими проблемами. Значительная часть общества ожидала, что рыночные реформы быстро приведут к западному уровню жизни. Другая часть с тревогой смотрела на рост цен и исчезновение привычной социальной защиты. В этой атмосфере надежды и страха и началось строительство фондового рынка.

Правительство молодых реформаторов, сформированное в конце 1991 года, считало главной задачей создание класса частных собственников. Без собственников, которые заинтересованы в эффективности своих предприятий, рыночная экономика казалась невозможной. Был принят закон о приватизации государственных и муниципальных предприятий, а для его реализации создано специальное ведомство.

Предстояло решить вопрос, как передать в частные руки тысячи заводов страны, где у граждан почти не осталось сбережений. Ответ на этот вопрос мы подробно разберём в следующей главе.

Здесь же отметим главный парадокс стартовой точки. Стране нужно было создать рынок акций там, где не было ни покупателей с деньгами, ни понятных компаний, ни правил торговли. В развитых странах фондовый рынок рос вместе с экономикой и постепенно обрастал законами и институтами. В России предстояло сделать всё одновременно и в крайне сжатые сроки, буквально перестраивая самолёт прямо в полёте. Многие проблемы, которые вы встретите в следующих главах, родились именно из этой спешки.

Полезно сравнить ситуацию с тем, как строится новый жилой квартал. Обычно сначала прокладывают дороги, подводят электричество, воду и канализацию, а уже потом возводят дома и заселяют жильцов. В России начала 1990-х годов жильцов заселили почти одновременно с началом стройки, а коммуникации подводили уже по ходу. Неудивительно, что первые годы жизни в таком квартале сопровождались авариями, конфликтами и разочарованиями. Тем не менее именно так появился рынок, на котором вы сегодня можете инвестировать.

Для частного человека в начале 1992 года слово «инвестиции» означало совсем не то, что вы вкладываете в него сейчас. Самым популярным способом сохранить деньги бы-

ла покупка долларов у менял или в обменных пунктах, которые появлялись повсюду. Другие вкладывали средства в товары: бытовую технику, стройматериалы, автомобили, которые можно было перепродать с выгодой. Третьи пытались начать собственное дело, открывая ларьки и торговые точки. О покупке акций как способе получать долю прибыли крупных компаний почти никто не думал.

Если бы вы спросили тогда случайного прохожего, что такое фондовый рынок, вы скорее всего услышали бы смутное описание из телевизионных репортажей. Люди видели кадры нью-йоркской биржи с кричащими брокерами и связывали фондовый рынок с американским образом жизни. Связь между собственной зарплатой, заводом, на котором человек работает, и ценой акций этого завода казалась абстрактной. Финансовая грамотность находилась практически на нулевом уровне, и восполнять её приходилось буквально на ходу. Этот дефицит знаний сыграет ключевую роль в событиях, которые развернутся через пару лет.

Когда вы читаете о том времени, полезно задать себе вопрос, что вы сами делали бы на месте тех людей. Многие читатели честно признаются, что, скорее всего, купили бы доллары или вложились бы в товар, потому что это казалось понятным. Мало кто решился бы вложиться в акции завода, о котором нет никакой информации и права на которые нельзя защитить. Такая реакция совершенно естественна и показывает, насколько важны институты для доверия к рынку. Без

них даже самые выгодные возможности остаются для большинства людей невидимыми.

Стоит сказать несколько слов и о государстве как участнике этой истории. На старте рыночных реформ государство одновременно оставалось владельцем почти всей промышленности, автором правил и судьёй в спорах. Ему предстояло решить, кому, на каких условиях и по какой цене передать эту собственность. Любое решение неизбежно создавало победителей и проигравших, и от выбора зависело, каким будет будущий рынок. Роль государства, которую вы будете замечать в каждой главе этой книги, закладывалась именно в этот момент.

Полезно взглянуть и на соседей, которые в те же годы проходили похожий путь. Польша, Венгрия и Чехословакия тоже выходили из плановой экономики и тоже строили фондовые рынки практически с нуля. Варшавская фондовая биржа открылась в 1991 году, причём в первый торговый день на ней обращались акции всего пяти компаний. Польские реформаторы сначала создали правила и регулятора, а уже потом начали массово выводить компании на биржу. Россия из-за масштабов страны и остроты кризиса пошла другим путём, где скорость ставилась выше аккуратности.

Разница в подходах объясняется не только взглядами реформаторов, но и размерами задачи. Польше нужно было приватизировать несколько тысяч предприятий, а России предстояло решить судьбу десятков тысяч заводов, разбро-

санных по огромной территории. Многие из этих заводов были частью сложных производственных цепочек, которые после распада Союза оказались разорванными границами новых государств. Поставщик комплектующих вдруг оказывался за рубежом, а покупатель продукции переставал платить. Оценить, сколько стоит такое предприятие в мире без привычных связей, не мог никто.

Отдельной бедой той эпохи стали неплатежи и бартер. Предприятия переставали платить друг другу деньгами, потому что денег у них просто не было или их было невыгодно держать при высокой инфляции. Вместо денег расплачивались продукцией: завод отдавал поставщику трубы, тот менял их на удобрения, а удобрения в итоге превращались в зарплату работникам в виде товаров. Подобные цепочки делали финансовую картину предприятий совершенно непрозрачной. Даже сам директор порой не мог точно сказать, сколько зарабатывает его завод.

Для будущего инвестора бартер означал ещё одну неприятную вещь. Прибыль предприятия могла оседать у посредников, которые организовывали обменные цепочки, а не на счетах самого завода. Посредниками нередко оказывались фирмы, связанные с руководством, и эта привычка уводить денежный поток в сторону сохранится на годы вперёд. Позже, когда у предприятий появятся миноритарные акционеры, такие схемы станут главным источником конфликтов. Мы подробно поговорим об этих конфликтах в одной из

глав, посвящённых корпоративным войнам.

Разберём ещё одну типичную ошибку, на этот раз характерную для самих участников биржевой лихорадки. Многие брокеры и владельцы бирж считали, что нашли вечный источник дохода, и вкладывали заработанное в расширение биржевого бизнеса. Покупались новые брокерские места, открывались филиалы, нанимались сотни сотрудников. Однако прибыль строилась на временной аномалии, то есть на разрыве между государственными и свободными ценами. Когда в 1992 году цены освободили, этот разрыв исчез, и большинство товарных бирж в течение пары лет закрылось.

Этот сюжет хорошо знаком и современному инвестору, хотя декорации совсем другие. Каждый раз, когда рынок дарит необычно высокую доходность, стоит спросить себя, на чём она держится и как долго продлится причина. Если доход построен на временной лазейке, на регулятивной особенности или на неэффективности, которую рано или поздно закроют, его нельзя считать постоянным. Владельцы бирж начала 1990-х годов, которые успели переключиться на новые направления, выжили и выросли. Те, кто продолжал вкладываться в исчезающую нишу, потеряли почти всё.

Наконец, полезно помнить, что многие привычные сегодня слова пришли в русский язык именно тогда. Слова «брокер», «дилер», «маклер», «котировка» и «листинг» звучали для большинства людей как экзотика. Газеты публиковали словари рыночных терминов, а на телевидении появлялись

передачи, где ведущие объясняли азы экономики. Финансовое образование приходило к людям через журналистику, слухи и личный опыт, а не через школу или университет. В этой информационной среде каждый уверенный в себе рассказчик мог легко выдать себя за знатока.

Подводя черту под стартовой точкой, можно описать её через несколько ключевых нехваток. Не хватало устойчивых денег, потому что инфляция съедала сбережения быстрее, чем их удавалось накопить. Не хватало законов, потому что правовая база для акционерных обществ только начинала формироваться. Не хватало инфраструктуры, профессионалов и прозрачной информации о компаниях. Главное, не хватало широкого круга людей, которые понимали бы, зачем вообще нужны акции.

Зато в избытке было другое: огромная государственная собственность, которую предстояло распределить, энергия молодых предпринимателей и острое желание общества жить лучше. Это сочетание дефицита правил и избытка возможностей создало уникальную среду. В ней одни люди сумели за несколько лет создать огромные состояния, а другие потеряли последнее. Понимание этой стартовой точки помогает объяснить многие особенности рынка, с которыми вы столкнётесь как инвестор. Высокая концентрация собственности, недоверие к финансовым институтам и привычка мерить всё в долларах родом именно оттуда.

Современному инвестору история начала 1990-х годов да-

ёт важный навык критического взгляда. Когда вы оцениваете любую новую инвестиционную возможность, полезно спросить себя, на чём держится ваше право собственности и кто его защищает. Полезно понять, в каких деньгах считается доходность и насколько эти деньги устойчивы. Полезно выяснить, какую информацию раскрывает компания и можно ли ей доверять. Эти вопросы кажутся очевидными, однако их отсутствие в начале 1990-х стоило миллионам людей огромных потерь.

В следующей главе мы увидим, как государство попыталось за пару лет превратить всю страну в акционеров. Каждый гражданин получил бумагу с номиналом в десять тысяч рублей и право обменять её на долю в приватизируемых предприятиях. Эта история полна надежд, хитроумных схем и горьких разочарований, а её последствия ощущаются до сих пор. Именно с неё начинается настоящая история российского фондового рынка. Давайте посмотрим, как это было.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.