

Юрий Данилов*

Настоящих буйных мало

Несмотря на громкие декларации и правительственные решения, Россия теряет свои позиции в конкурентной борьбе за создание международного финансового центра. Похоже, львиную долю эмитентов, инвесторов и посредников устраивает нынешний статус-кво

Тот факт, что российский финансовый рынок должен обрести контуры международного финансового центра (МФЦ), у нас осознали в середине 2000-х. Цели формирования МФЦ, а также меры по их достижению впервые были сформулированы в 2006 году Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР). Идея была активно подхвачена чиновниками, и даже президент Дмитрий Медведев поставил такую задачу в своем послании Федеральному собранию 5 ноября 2008 года. На формирование МФЦ была ориентирована Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утверждена в декабре 2008-го), позднее появился и План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации (утвержден в июле 2009 года).

Однако принятые на высшем государственном уровне решения исполняются неудовлетворительно. По нашим оценкам, из 24 проектов федеральных законов, конкретный срок внесения которых в правительство был установлен в плане (девять в 2009 году, 13 в 2010-м и один в 2011-м), к июню 2011 года было внесено лишь восемь, и все с опозданием. А силу закона из этих восьми обрели лишь два. При этом последние потеряли большую часть решений тех проблем, ради которых они, собственно, и писались. Наиболее ярким примером стали изменения в налоговом законодательстве. Если в плане ставилась задача снизить налоговое бремя на инвесторов на финансовом рынке по крайней мере по 11 направлениям, то в реальных изменениях такое сокращение было осуществлено в полной мере лишь в части сальдирования прибыли и убытков по операциям с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок. Налогообложение закрытых паевых инвестиционных фондов было, напротив, ужесточено, а льгот по налогу на дивиденды не получили инвесторы, которые вкладываются в инструменты, обращающиеся на финансовом рынке.

Поскольку в Концепции создания МФЦ предполагалось, что все необходимые изменения в законодательство будут внесены в течение первой фазы «процесса построения МФЦ», которая ограничена 2010 годом, следует признать, что План мероприятий по созданию МФЦ полностью провален. Приходится констатировать, что в повседневной работе правительства задача формирования МФЦ имеет крайне низкий приоритет.

**Директор Центра развития фондового рынка, заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, кандидат экономических наук.*

После кризиса на рынке первичных и вторичных размещений доминируют компании с российскими активами, зарегистрированные за рубежом

График 1



Дело усугубляется тем, что и среди операторов финансового рынка, похоже, нет однозначной заинтересованности в продвижении к МФЦ, большинство игроков устраивает статус-кво. Крупнейшие эмитенты имеют нормальный выход на мировые рынки, а наиболее динамичные средние предприятия либо изначально формировались с центром прибыли в иностранной юрисдикции, либо перенесли холдинг за границу в последнее десятилетие в качестве ответа на ослабление защиты прав собственности в России. Внутренние инвесторы у нас фактически отсутствуют; собственники крупных финансовых ресурсов предпочитают инвестировать их за пределами страны — тоже в силу низкого уровня защиты инвесторов. Финансовые посредники долгое время были основными лоббистами формирования МФЦ в России, однако произошедшее в последние два-три года перемещение операций с финансовыми активами за пределы страны стимулировало и увеличение доли иностранных сервисов в структуре крупнейших посредников, так что и у них активности в продвижении идеи МФЦ поубавилось. Так что больше всех заинтересованы в формировании МФЦ лишь биржи.

Теряем позиции

За прошедшее с 2006 года время шансы России стать одним из МФЦ заметно снизились. За столь короткий промежуток времени мы очень сильно отстали от наших прямых конкурентов на мировом рынке капитала — стран с крупнейшими развивающимися рынками. Логика мирового развития такова, что именно в этих странах следует ожидать формирования новых МФЦ, которые вытеснят на обочину мирового рынка капитала некоторые давно существующие центры. Поэтому апеллировать к тому, что по многим показателям доля России на мировом финансовом рынке слегка увеличивается (см. таблицу 1), не вполне корректно. Рост доли России в

В последние два года более двух третей биржевого оборота акций российских эмитентов приходилось на внутренний рынок

График 2



глобальной стоимости облигаций в обращении (государственных, корпоративных, еврооблигаций), в глобальной стоимости банковских активов, в глобальной торговле акциями, в глобальной валютной торговле в значительной мере обусловлен общим значительным увеличением доли развивающегося мира (и особенно крупнейших государств — стран БРИКС) в мировой финансовой системе в последние четыре года и относительно низкими абсолютными уровнями. Поэтому, чтобы объективно оценить шансы России стать МФЦ, необходимо сравнить ее возможности с возможностями основных конкурентов — стран с развивающимися финансовыми рынками, особенно стран БРИКС.

Если проанализировать долю России в развивающемся мире (см. таблицу 2), результаты будут более пессимистичными: доля страны в объеме торговли акциями развивающихся рынков уже снижается, а рост других долей оказывается значительно более скромным. Но самое главное, мы резко отстали от других развивающихся рынков по доле в стоимости чистых активов открытых фондов, как следствие — еще более резко (на порядок) сократилась доля России в IPO развивающегося мира, а это создало предпосылки для утраты позиций по показателям доли в объеме торговли акциями и доли в капитализации.

Если посмотреть на долю России в рамках группы БРИКС (см. таблицу 3), то и там радоваться нечему. Доля России в IPO стран БРИКС упала за 2006–2010 годы в 18 раз (в то время как, скажем, доля Китая увеличилась с 27 до 51%, а доля Бразилии — с 19 до 35%); в объеме торговли акциями наша доля сократилась в 3,3 раза, в стоимости чистых активов взаимных фондов — в 2,8 раза, а в капитализации — почти в 2 раза. Наиболее серьезный провал связан с рынком акций. И не случайно — из России утекают в основном долевые инвестиции, а российские предприятия привлекают преимущественно заемный капитал.

Позиции России на глобальном рынке капитала не сильны, но стабильны

Таблица 1

Доля России в различных показателях глобального финансового рынка (%)		
	2006 г.	2010 г.
Капитализация рынка акций	2,09	2,08
Капитализация внутренних государственных облигаций в обращении	0,16	0,21
Капитализация внутренних корпоративных облигаций в обращении	0,13	0,29
Капитализация еврооблигаций в обращении	0,02	0,05**
Объем вторичных торгов акциями (без учета РЕПО)	0,63	0,82
Общая стоимость IPO (без эмиссий нерезидентов)	1,45	0,19
Объем банковских активов	0,73	1,00**
Чистые активы взаимных фондов	0,026	0,016
Торги FOREX*	0,35***	0,45

*Доля рубля в глобальной валютной торговле. **2009 г. ***2007 г.

Источник: Рассчитано по данным МВФ, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж, Института инвестиционных компаний, Центра развития фондового рынка

На фоне других развивающихся финансовых рынков Россия теряет свои позиции

Таблица 2

Доля России в различных показателях финансового рынка стран группы Emerging Markets (%)		
	2006 г.	2010 г.
Капитализация рынка акций	11,33	6,67
Капитализация внутренних государственных облигаций в обращении	1,28	1,65
Капитализация внутренних корпоративных облигаций в обращении	2,19	2,52
Капитализация еврооблигаций в обращении	0,77	1,95*
Объем вторичных торгов акциями (без учета РЕПО)	8,24	3,45
Общая стоимость IPO (без эмиссий нерезидентов)	5,65	0,42
Объем банковских активов	4,59	5,81*
Чистые активы взаимных фондов	0,34	0,19
Торги FOREX**	7,07***	7,32

*2009 г. **Доля рубля в совокупном объеме торговли валют Emerging Markets

***2007 г.

Источник: Рассчитано по данным МВФ, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж, Института инвестиционных компаний, Центра развития фондового рынка

В группе стран БРИКС Россия быстро теряет финансовую конкурентоспособность

Таблица 3

Доля России в различных показателях финансового рынка стран группы БРИКС (%)		
	2006 г.	2010 г.
Капитализация рынка акций	23,34	12,73
Капитализация внутренних государственных облигаций в обращении	2,28	2,48
Капитализация внутренних корпоративных облигаций в обращении	5,07	3,77
Капитализация еврооблигаций в обращении	13,0	26,1
Объем вторичных торгов акциями (без учета РЕПО)	16,08	4,81
Общая стоимость IPO (без эмиссий нерезидентов)	12,5	0,68
Чистые активы взаимных фондов	0,68	0,24
Торги FOREX*	21,9**	21,9

*Доля рубля в совокупном объеме торговли валют стран БРИКС. **2007 г.

Источник: Рассчитано по данным МВФ, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж, Института инвестиционных компаний, Центра развития фондового рынка

Многие страны приняли и успешно реализуют государственные программы формирования МФЦ, и регресс России в глобальной конкуренции национальных фондовых рынков на их фоне особенно заметен (см. таблицу 4). О снижении конкурентоспособности России (Москвы) как МФЦ свидетельствуют и международные рейтинги национальных финансовых рынков и финансовых центров.

С марта 2007 года компания Z/Yen Group рассчитывает The Global Financial Centres

Index. Москва в этих рейтингах все время находится почти на самом дне, и по мере увеличения количества финансовых центров, принимаемых во внимание, растет и ее порядковый номер в этом рейтинге — с 45-го места в марте 2007 года российская столица в марте 2011-го опустилась на 68-е. С 2009 года учитывается еще и Санкт-Петербург — с тем же успехом. Наши основные конкуренты на глобальном рынке капитала (Китай, Южная Корея, Бразилия) демонстрируют рост своих рейтингов по

меньшей мере с сентября 2009 года. С 2010-го заметен рост рейтингов Польши.

С 2008 года Всемирный экономический форум ежегодно рассчитывает Financial Development Index (FDI), характеризующий уровень развития и глобальную конкурентоспособность национальных финансовых рынков. По трем точкам (2008-й, 2009-й и 2010 годы) трудно делать обоснованные выводы о динамике рейтинговых оценок, но очевидно, что Россия и в данной версии сильно отстает от большинства своих конкурентов по глобальному рынку капитала (см. таблицу 5). Перспектива превратиться в периферию финансового центра в Варшаве из анекдотичной страшилки для русских шовинистов, с презрением относящихся к «отколовшимся украинам империи», за последние три года стала для России вполне реальной. Так, в Варшаве в 2010 году 81 эмитент провел IPO, в ходе которых было размещено акций на 4,8 млрд долларов, — в Москве в 2010 году в ходе проведения IPO 12 эмитентов было размещено акций на 730 млн долларов (еще 1,2 млрд долларов эти эмитенты привлекли за пределами России).

Ступор

Один из камней преткновения на тернистом пути к российскому МФЦ — проблема центрального депозитария. Все решения уже давно предложены. Но реализации предлагаемых мер мешает, на мой взгляд, яростное сопротивление небольшой кучки представителей регистраторского бизнеса. Требуемые иностранными инвесторами от России финализация расчетов по ценным бумагам, обеспечивающая единство (централизованность) национальной системы учета ценных бумаг, и возможность открытия счетов номинальных держателей для нерезидентов ведут к существенному снижению инвестиционных рисков, но лишают регистраторов монопольного положения и возможности оставаться главнее центрального депозитария.

Блокирование принятия решения «кучкой оппортунистов» (пусть их и поддерживает ряд крупнейших эмитентов, заинтересованных в наличии неконтролируемого «карманного» регистратора) подчеркивает полное отсутствие государственной воли в вопросе формирования МФЦ.

Мировое сообщество единодушно признает, что важнейшим препятствием для осуществления инвестиций в Россию является незащищенность прав собственности. Проблема кроется не столько в области законодательства (хотя определенные улучшения и здесь нужны, и часть из них предлагается в Концепции создания МФЦ), сколько в применении закона. В концепции проблема правоприменения сводится к необходимости создания специализированного суда в структуре арбитражных судов,

Россия уступает по большинству показателей другим формирующимся финансовым центрам

Таблица 4

Доли Гонконга, Китая, Южной Кореи и России в некоторых глобальных финансовых показателях (%)

		2006 г.	2010 г.
Капитализация рынка акций	Гонконг	3,73	5,68
	Китай	2,00	5,69
	Южная Корея	1,82	2,29
	Россия	2,09	2,08
Биржевой оборот акций (без учета репо)	Гонконг	1,15	2,35
	Китай	1,61	12,65
	Южная Корея	1,83	2,52
	Россия	0,63	0,82
IPO на внутреннем рынке	Гонконг	9,32	11,03
	Китай	3,15	14,35
	Южная Корея	0,73	0,85
	Россия	1,45	0,19

Источник: Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж и Центра развития фондового рынка

а в плане никаких мер в этой сфере не предусмотрено. Да и дело не только в каких-то дополнительных мерах — самое главное, чтобы ведомства, на которые возложены функции применения закона в целях защиты прав инвесторов, реально выполняли эти функции, выступали на стороне инвестора, а не эмитента или посредника.

Архаичность сбережений

Россия имеет свою специфику, но, к сожалению, эта специфика невыгодно отличает нас от наших конкурентов на мировом

рынке капитала. Ни в одной стране мира нет столь неэффективного использования главного внутреннего источника инвестиций — средств населения. В России на протяжении уже десяти лет остаются неизменными два основных потока сбережений граждан: инвестиции в недвижимость и прирост банковских вкладов, преимущественно краткосрочных, сменяющийся в периоды кризисов покупкой иностранной валюты. Весь остальной мир, несмотря на существенные различия в значимости отдельных направлений инвестиций на-

селения, живет по-другому. Все более и более преобладающим является поток сбережений, направляемых в институты коллективных инвестиций. Второе направление — инвестиции в акции, замещаемые в кризисные периоды банковскими вложениями. В странах с развивающимися финансовыми рынками в кризисные периоды заметны также инвестиции в драгоценные металлы и ту же самую свободно конвертируемую валюту. Инвестиции в недвижимость на третьем плане, о накоплении наличных средств в национальной валюте не может быть и речи.

Именно эта ненормальная структура сбережений населения не позволяет сформировать внутренний долгосрочный инвестиционный спрос.

Второй аспект «ненормальности» России, отвратительный инвестиционный климат, уже давно стал общим местом всех исследований, а рекомендации по его улучшению — обязательной главной частью любых программ. Но этот климат продолжает ухудшаться, и здесь дополнительных комментариев не требуется. Отток капитала из России позволяет сформировать высокий долгосрочный спрос на финансовые активы в трех десятках сопредельных стран, но уничтожает его внутри страны.

Сохранение этих российских особенностей, а точнее, ненормальностей,

Россия движется вниз в рейтинге Всемирного экономического форума

Таблица 5

Места национальных финансовых рынков некоторых стран в соответствии с Financial Development Index			
	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Китай	24	26	22
Южная Корея	19	23	24
ЮАР	25	32	31
Бразилия	40	34	32
Польша	41	39	35
Индия	31	38	37
Россия	36	40	40
Турция	39	44	42

Источник: WEF

не позволяет эффективно применять меры экономической политики, которые применяются во всем остальном мире. В ситуации, когда лишь 1% населения вовлечен в процесс общественно полезного инвестирования, любая, даже самая гениальная мера такого рода будет иметь крайне низкий КПД.

Цена безволия

Безусловно, наши руководители могут пытаться делать хорошую мину при плохой игре, выдавая за формирование МФЦ строительство офисных зданий. И нет сомнения: народ поверит в то, что МФЦ — это комплекс зданий, и задача будет считаться выполненной. Столь же вредным представляется появившееся в кругах околовластных экспертов мнение, что нужно сосредоточиться на создании «нишевого» центра, который будет специализироваться на отдельных видах финансовых услуг, — такой центр не ведет к сохранению национального финансового сектора в долгосрочной перспективе. Для России, желающей сохранить полноценный суверенитет в глобальную эпоху, превращение своего финансового рынка в полноценный МФЦ, настоящее, реальное превращение, жизненно необходимо.

В эпоху глобализации для национальных финансовых систем есть единственная жесткая альтернатива: либо стать МФЦ (для России — МФЦ регионального уровня для стран СНГ и ряда прилегающих стран глобального региона), либо исчезнуть в результате полного перетока операций, инструментов и инвесторов на иностранные рынки, существующие в форме МФЦ. Если в России будет сформирован МФЦ, то она будет иметь емкий и устойчивый финансовый рынок, полноценную суверенную экономику с внутренними источниками финансирования и преимущественно внутренними собственниками, максимально открытые рынки, входящие в глобальное разделение труда «с позиции силы», свободно конвертируемую национальную валюту.

Если этого не произойдет, то Россию будут отличать зависимость от иностранного капитала, необходимость закрываться от глобальных экономических процессов,

отток сбережений населения на иностранные рынки, слабая валюта. В первом случае Россия будет отвечать признакам великой державы, во втором — станет периферией мировых финансовых центров.

К сожалению, в российской политической элите до сих пор нет понимания важности финансового сектора. Это особенно трагично в условиях быстрого повышения роли финансового сектора в социально-экономическом развитии и в международной конкуренции стран.

Возвышение финансового сектора обусловлено тремя крупнейшими глобальными процессами современности: глобализацией экономики, особенно финансов; масштабной и повсеместной секьюритизацией активов; старением населения развитых стран, изменяющим требования к объему и направлениям инвестирования мировых пенсионных резервов. А в условиях валютных войн перемещение средств в инструменты инвестирования активизировалось. Возникла принципиально новая ситуация — финансовый рынок стал глобальным, увязывая распределенные по всему миру активы в единый механизм оценки, обмена и перераспределения. Одновременно финансовый рынок стал основным каналом передачи кризисных факторов по всему миру, и вследствие этого больше других страдают от глобальных кризисов страны с неустойчивыми финансовыми системами.

Повышение роли финансового сектора резко повысило значение финансовой конкурентоспособности страны. Сегодня проигрыш в конкуренции за глобальные капиталы неизбежно приведет к проигрышу в глобальной экономической и политической конкуренции. Поэтому в современных условиях финансовая конкуренция стран (конкуренция финансового регулирования, конкуренция инвестиционного климата) столь же важна, как военная конкуренция стран и блоков пятьдесят лет назад. Без мощного финансового сектора, без МФЦ Россия обречена на распад, невзирая на наличие ядерного оружия. Капитал в условиях невозможности глобальной войны неизмеримо сильнее вооруженных сил.

Нужен нам берег турецкий

Сегодня совершенно необходим пересмотр программы формирования международного финансового центра. Она должна включать в себя мероприятия, направленные на устранение специфических ограничений российского финансового сектора и активно использовать успешный мировой опыт формирования МФЦ. Требуется введение жестких контрольных индикаторов, адекватно отражающих степень глобальной конкурентоспособности финансовой системы страны и ее перспективы превращения в МФЦ.

К сожалению, проигрыш России в глобальной конкуренции, случившийся в последние два-три года, уже не позволит стране самостоятельно сформировать финансовый центр, даже региональный. Время упущено, им в полной мере воспользовался Китай, с высокой долей вероятности воспользуются Индия, Бразилия, Корея. В сложившихся условиях придется идти на коалицию с другими игроками. Безусловно, в значительной мере эта коалиция будет продиктована конфигурацией слияний бирж. Но такие слияния тоже должны быть продуманы и стратегически выстроены в среднесрочной перспективе. Бессмысленно сливаться сразу с кем-то из мировых лидеров, это лишь подтолкнет процесс превращения в периферию. Сначала необходимо провести многочисленные поглощения в зоне тяготения, чтобы участвовать в альянсе с мировыми лидерами на подлинно партнерских условиях. Чтобы получить действительно сильную переговорную позицию в таком альянсе, нужно поглощать не только биржи на пространстве СНГ (включая украинские и казахстанские), но и биржи Восточной Европы (включая Варшавскую) и, возможно, Стамбульскую биржу. Сегодня такой тезис представляется утопией (кажется, еще немного — и Варшава поглотит Москву), но объективная основа для подобных поглощений есть: инвестиционный спрос в Восточной Европе, государствах СНГ, Балтии, в Турции, в отдельных странах Ближнего Востока в значительной мере основан на русских деньгах, на деньгах, выведенных из России. И только после укрепления через серию поглощений — альянс с кем-то из мировых биржевых холдингов, вероятнее всего, с Лондоном. Заинтересованность Лондонской фондовой биржи в альянсе с российскими биржами обусловлена высокой долей российских ценных бумаг в структуре оборота этой биржи (в отдельные месяцы до 80% от общего объема торговли иностранными акциями и до 12% от совокупного объема сделок с акциями) — потеря этой части рынка стала бы для Лондонской биржи очень чувствительным ударом. ■