

Роль стимулирования инвестиций в программах формирования МФЦ



Юрий Данилов

Директор Фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, председатель попечительского совета Института посткризисного мира, канд. экон. наук

Формирование в России на базе отечественного финансового рынка международного финансового центра (МФЦ) одновременно является и задачей-максимум, и задачей-минимум. С формированием МФЦ Россия получит значительные преимущества в глобальной современной конкуренции. Неудача в данной области практически автоматически ведет к постепенному перемещению финансовых капиталов, активов и операций за пределы российской юрисдикции и означает исчезновение внутреннего финансового рынка.

В процессе подготовки национальных концепций развития финансового рынка и формирования на его основе МФЦ были выявлены три основных признака МФЦ. Необходимыми условиями формирования МФЦ являются, во-первых, концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса и, соответственно, инвестиционных ресурсов); во-вторых, концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг); в-третьих, концентрация инструментов (концентрация финансовых активов)¹.

Концентрация инвестиционного спроса является важнейшим условием (признаком) формирования МФЦ. Поэтому стимулирование инвестиций должно стать важнейшей частью национальных стратегий, нацеленных на формирование в России МФЦ.

Из чего складывается такое стимулирование? Для начала рассмотрим опыт зарубежных стран, добившихся

наибольших успехов в развитии своих национальных финансовых рынков до уровня МФЦ — уровня, адекватного современному состоянию глобализации и секьюритизации.

Мировой опыт реализации успешных государственных программ формирования МФЦ

Строго говоря, понятие международного финансового центра появилось относительно недавно, в середине 2000-х годов, поэтому в государственных программах более раннего периода этот термин не употреблялся либо использовался не столь интенсивно, как в последние 5—6 лет. Тем не менее это не отменяет природы данных государственных программ развития национальных финансовых рынков, которые нацелены на повышение эф-

¹ Впервые опубликовано в промежуточной версии доклада «Идеальная модель фондового рынка РФ» в 2006 г. Итоговая версия: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008.

фektivности рынков и увеличение их доли в рамках мирового финансового рынка. Так или иначе, все успешные программы модернизации национальных финансовых систем были направлены на повышение их глобальной конкурентоспособности, на победу в глобальной конкуренции стран.

Первая из таких программ была принята в **Германии** в 1992 г. Ее разработка и принятие были вызваны устойчивым снижением доли Германии по мере активизации развития мирового небанковского финансового рынка. Основными направлениями данной программы стали:

- снижение операционных издержек;
- либерализация налоговых и правовых условий;
- централизация рынков, ускоренное введение новых технических систем и технологий торгов;
- повышение прозрачности;
- снижение инвестиционных рисков, в первую очередь за счет повышения эффективности пруденциального надзора и борьбы с манипулированием и инсайдом, гармонизации законодательства и расширения срочных рынков.

Следующая программа была разработана и реализована в **Гонконге** в целях создания современного финансового сектора в стране. Она называлась «Реформа регулирования финансового сектора Гонконга» и действовала с 1994 по 2000 г. Основными направлениями этой реформы стали:

- реформа торговой инфраструктуры, в том числе интеграция торговых площадок через создание единого холдинга и отделение функций организации торговли от фронт-лайн регулирования;
- реализация политики «открытой экономики»;
- защита интересов инвесторов, в том числе за счет установления высокого минимально допустимого размера free float (25%) для листинга и реализации специальной Программы защиты инвесторов;
- реализация политики обеспечения адекватной финансовой отчетности: GAAP Гонконга соответствуют МСФО (кроме 1 стандарта); создание Совета по вопросам финансовой отчетности (FRC), в том числе проводящего расследования нарушений со стороны аудиторов;
- стимулирование притока средств в инвестиционные фонды.

В 2000-е годы процесс разработки и реализации программ, нацеленных на формирование МФЦ, резко активизировался в различных странах, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками. Однако далеко не все эти программы стали успешными. Наиболее успешными среди них можно назвать программы, реализованные в Китае и Корее.

Реформа фондового рынка **Китая** 2004—2006 гг., получившая в соответствии с местной партийной традицией неформальное наименование «Девять рекомендаций», предусматривала следующие основные направления:

- реформу системы владения акциями, либерализацию иностранных инвестиций в акции, в том числе введение возможности быть стратегическими инвесторами;
- реформу не обращающихся на рынке акций;
- новое корпоративное законодательство;
- новые стандарты финансовой отчетности;

- создание Фонда защиты инвесторов;
- реализацию ряда стимулирующих программ, важнейшими из которых стали программа стимулирования IPO, программа стимулирования инвестиций населения и программа стимулирования развития финансовых организаций.

Программа создания МФЦ в **Республике Корея** была принята в 2006 г. Она была достаточно четко структурирована и в качестве 5 основных направлений предполагала:

- принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act), вступившего в силу в 2009 г.;
- развитие рынка облигаций;
- полную либерализацию валютных операций (с 2009 г.);
- принятие закона о Центре международных финансов (Financial Hub Act), в соответствии с которым создается Центр по оказанию международных финансовых услуг (International Financial Services Center), помогающий корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки и зарубежным компаниям при выходе на корейский рынок; оказывающий информационную поддержку финансовым институтам; способствующий развитию бизнеса по управлению активами.
- подготовку специалистов по финансовым вопросам международного уровня.

В 2009 г. в **Индии** завершена работа над еще одной национальной программой формирования МФЦ, которая имеет очень большие шансы стать успешной, — «Сотня малых шагов». Данная программа подготовлена под руководством выдающегося экономиста современности Рагурама Раджана и является наиболее комплексной из всех аналогичных программ, охватывающей не только проблемы собственно финансового сектора, но и вопросы проведения макроэкономической политики, наиболее благоприятной для национального финансового сектора. Столь обширная программа заслуживает отдельного разговора. Однако, учитывая, что судить о ее результатах пока рано, мы в настоящей статье рассматривать ее не будем.

Проанализировав мировой опыт реализации успешных государственных программ формирования МФЦ, хотелось бы обратить особое внимание на те факторы, которые оказывают, по мнению разработчиков этих программ, наибольшее влияние на рост инвестиций, т. е. на создание важнейшего признака МФЦ. В разных странах обращали внимание на различные факторы роста инвестиционного спроса (см. таблицу).

Использование положительного зарубежного опыта крайне важно для разработки эффективных национальных программ развития финансового рынка с целью формирования МФЦ. Однако не менее важно учитывать национальные особенности и ограничения.

Учет национальных ограничений при разработке программ формирования МФЦ

В настоящее время проводится активная работа по корректировке стратегических программ социально-

Факторы роста инвестиций, на которые предполагалось оказать влияние в рамках наиболее успешных программ формирования МФЦ

Показатель	Германия	Гонконг	Китай	Корея
Снижение транзакционных издержек инвесторов	+		+	
Снижение налогов или либерализация налогообложения	+			
Либерализация валютных операций и иностранных инвестиций		+	+	+
Централизация рынков	+	+		+
Специальные программы защиты интересов инвесторов	+	+	+	
Повышение прозрачности	+			
Адекватность финансовой отчетности		+	+	
Стимулирование инвестиций населения и/или развития институтов коллективных инвестиций		+	+	
Стимулирование отдельных сегментов рынка				+

экономического развития России. Автор является участником двух из 21 созданной экспертной группы, в том числе экспертной группы «Развитие финансового и банковского сектора». Работа в этой экспертной группе позволяет более четко определить те ограничения, которые препятствуют развитию российского финансового рынка, и наметить основные пути их преодоления. В настоящей статье сосредоточимся на проблемах, препятствующих росту инвестиций в российском финансовом секторе.

Отечественный финансовый рынок недостаточно эффективно выполняет свои макроэкономические функции, прежде всего в части предоставления долгосрочных ресурсов реальному сектору.

Основные причины этого, наиболее ярко проявившиеся в период кризиса 2008 г., следующие:

- главная: отсутствие долгосрочного внутреннего инвестора (низкая доля долгосрочных инвесторов в структуре клиентов финансовых организаций);
- как следствие, дефицит собственного капитала в корпоративном секторе, включая финансовый и нефинансовый секторы, создающий ограничения для безопасного привлечения долгового финансирования (т. е. повышающий риски инвестирования);
- дефицит доверия на рынке, являющийся следствием низкой капитализации российских финансовых организаций; низкого уровня риск-менеджмента в финансовых организациях; дефицита технологий совершения и исполнения сделок, сочетающих высокий уровень надежности и низкие транзакционные издержки;
- низкое качество оборота российских финансовых инструментов, в том числе высокая доля сделок с повышенным уровнем риска (доля сделок РЕПО на ММВБ опять зашкалила за 60%, ее дополняют маргинальные сделки и сделки без покрытия); резкий рост волатильности рынка в периоды нестабильности, являющийся следствием низкой ликвидности большинства финансовых инструментов и снижения доли акций в свободном обращении, наблюдавшегося в последние годы и усилившегося в результате государственной поддерж-

ки фондового рынка в период острой фазы кризиса 2008 г.

Ко всему этому добавляется внешняя угроза: в кризисные 2008—2009 гг. Россия ухудшила свои конкурентные позиции на глобальном рынке. Китай практически сформировался как новый крупный МФЦ. Россия ощущает проигрыш также Индии и Бразилии.

Предвыборный период в России выявил еще одну опасность: в попытке перераспределить полномочия по регулированию финансового рынка Минфин предлагает заведомо ущербную конструкцию организации финансового регулирования, полностью противоречащую мировому опыту.

В части стимулирования инвестиционного спроса важнейшими источниками инвестиционных ресурсов, в отношении которых необходимо проводить адресную политику, являются средства населения и иностранных инвесторов².

Для увеличения притока средств населения на рынки капитала наиболее эффективными мерами могут стать:

- 1) налоговое стимулирование;
- 2) создание института индивидуальных сберегательных счетов граждан, предназначенных для аккумулирования их частных пенсионных накоплений;
- 3) введение института инвестиционного консультанта в целях продвижения финансовых инвестиционных услуг населению и повышения их качества;
- 4) повышение уровня защиты граждан на фондовом рынке, в том числе введение обязательного членства в саморегулируемых организациях для компаний, оказывающих услуги неквалифицированным инвесторам; создание национальной компенсационной системы (системы компенсационных фондов) для защиты от неправомерного лишения граждан активов лицензированных ими финансовыми организациями и от банкротства;
- 5) реализация программ повышения финансовой грамотности населения;
- 6) предложение специально ориентированных на население инструментов. В настоящее время физические лица лишены возможности эффективно инвестировать

² Более подробное обоснование данного тезиса см. в докладе «Структурная модернизация финансовой системы России» (М.: ИНСОР, 2010), подготовленного для Президента России.

в золото и другие драгоценные металлы, в иностранные финансовые инструменты, в товарные активы. Секьюритизация этих активов в формах, удобных для мелких инвестиций, может способствовать вовлечению в финансовые операции большого количества граждан как частных инвесторов;

7) закрепление доли акций, продаваемых населению в ходе размещения акций корпораций с государственным участием, в том числе в процессе приватизации.

Увеличение притока иностранных инвестиций — задача значительно более сложная. Наряду с целым рядом достаточно очевидных предложений по совершенствованию рыночной инфраструктуры и институтов финансового посредничества³ необходимо также существенно улучшить инвестиционный климат.

В этой связи особенно важным представляется единство цели формирования МФЦ в России и целей более высокого уровня — целей модернизации.

Источники финансовых ресурсов для модернизации

Как для формирования МФЦ в России, так и для модернизации в целом одних лишь внутренних инвестиционных ресурсов мало.

Инвестиции населения (осуществляемые в том числе через институты коллективных инвестиций и пенсионные институты) в целом недостаточны. Их значительное увеличение (что предлагается некоторыми малограмотными депутатами и журналистами) возможно только при снижении потребления. Инвестиции населения имеют значительные структурные дисбалансы, серьезно ограничивающие объем средств, которые могут быть использованы для целей финансирования модернизации. В перспективе и при условии преодоления структурных дисбалансов инвестиции населения достаточны для умеренного (не более 3% в год) сбалансированного роста экономики, но заведомо недостаточны для модернизации. Однако их умеренное увеличение (за счет изменения структуры расходов населения и увеличения доли населения, инвестирующего на финансовом рынке) — обязательное условие притока консервативных иностранных инвестиций.

Инвестиции нефинансовых предприятий также заведомо недостаточны для модернизации. При условии оптимизации их использования (в том числе ликвидации оттока капитала) они могут быть достаточны лишь для минимального расширенного воспроизводства с низкими темпами роста (в пределах 1% в год).

Государственные инвестиции сегодня весьма крупные, но в среднесрочной перспективе недостаточны. Они неэффективны в качестве источника для инвестиций, но могут быть значимы как инструмент страхования частных инвестиций (за счет создания национальной гарантийной и компенсационной систем).

Иностранные инвестиции — потенциально неограниченный источник, который можно задействовать только при условии кардинального повышения эффективности государства и улучшения инвестиционного климата, отказе от идеологии самоизоляции. Обязательное условие — превращение национального финансового рынка в МФЦ.

Таким образом, без обретения национальным финансовым рынком формы МФЦ модернизация невозможна.

Неизбежность формирования эффективного финансового рынка, открытого для иностранных инвесторов в рамках национальной программы модернизации, основанной на иностранном капитале как самом крупном источнике финансирования модернизации, подтверждается мировой историей наиболее значимых модернизаций последних 120 лет.

Модернизация — это всегда нестационарное развитие, предполагающее определенный рывок из прошлого в будущее. Поэтому она всегда требует изыскания более крупных ресурсов, которые в режиме стационарного развития не привлекаются. Где же брали их страны на модернизацию в течение последних 120 лет?

Мы выделили 10 наиболее крупных экономических модернизаций этого периода:

- российская модернизация 1890—1913 гг.;
- гитлеровская модернизация Германии;
- сталинская модернизация СССР;
- немецкое экономическое чудо 1948—1972 гг.;
- японское экономическое чудо 1950—1972 гг.;
- развитие депрессивных районов во Франции, Италии, Великобритании в 60-70-е годы XX в.;
- модернизации в странах Юго-Восточной Азии («азиатские тигры» — Корея, Гонконг, Тайвань, Сингапур);
- китайское экономическое чудо с 1978 г. по настоящее время;
- «Кельтская модернизация» Ирландии 1994—2007 гг.;
- индийская модернизация 2000-х годов.

Из перечисленных модернизаций 8 (т. е. все, реализованные в рамках нетоталитарных обществ) в качестве главного финансового источника предполагали иностранные инвестиции. Среди них в 5 случаях (российская модернизация 1890—1913 гг., немецкое экономическое чудо 1948—1972 гг., модернизации в странах Юго-Восточной Азии, китайское экономическое чудо и индийская модернизация 2000-х годов) особенно высока была доля и роль прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

Здесь нужно сделать замечание относительно особого пути Китая. На первых этапах китайских реформ (названных в декабре 1978 г. «социалистической модернизацией») иностранные инвестиции не привлекались. Но с началом приватизации (с 1984 г.) началось привлечение иностранных инвестиций⁴. В 1990-е годы прямые иностранные инвестиции стали в Китае основным ресурсом модернизации.

³ Перечень таких мер приведен в докладе: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008.

⁴ Дэн Сяопин: «Мы приветствуем у себя иностранный капитал и достижения передовой зарубежной техники» (Дэн Сяопин. О строительстве социализма с китайской спецификой. 30 июня 1984 г. // Дэн Сяопин. Основные вопросы современного Китая. М.: ИПЛ, 1988).

Опыт проведенных крупнейших модернизаций однозначно свидетельствует о том, что привлечение иностранных инвестиций — обязательное условие проведения модернизации. При этом в полной мере успешными могут считаться только те модернизации, в которых ведущую роль играли ПИИ. Во всех других случаях наблюдались те или иные негативные последствия «модернизационного рывка». Такие последствия можно классифицировать следующим образом:

- резкое увеличение долгового бремени на государство (Япония, отчасти Италия) или на корпоративный сектор (Ирландия), приводящее к последующему торможению развития и повышению финансовой неустойчивости;
- сокращение объемов потребления населения (Россия в сталинской модернизации);
- технологическое отставание.

Подводя итоги

К сожалению, необходимо констатировать, что условия для формирования в России МФЦ, равно как и для старта модернизации, резко ухудшились в течение кризиса 2008—2009 гг. По темпам экономического роста Россия в период кризиса выпала из группы стран БРИК, уступила всем другим странам-партнерам по группе G20. Не в пользу России изменились глобальные инвестиционные потоки. Основные конкуренты России показали свои преимущества, в том числе более высокую устойчивость национальных рынков и экономики и более высокое качество государственного управления. Кризис значительно снизил вероятность формирования МФЦ в России, несмотря на то что привел к серьезному ускорению изменений в конфигурации глобальной конкуренции на рынке капитала.

В 2000-е годы наблюдается смена тенденции к концентрации ликвидности и финансовых операций в ограниченном числе крупнейших МФЦ тенденцией к потере своих конкурентных преимуществ большинством МФЦ в странах с развитыми финансовыми рынками и появлению реальных шансов сформировать МФЦ у целого ряда стран с развивающимися финансовыми рынками. До 2007 г. Россия в целом двигалась в русле повышения доли стран с развивающимися финансовыми рынками в глобальной ликвидности⁵. Однако в последние 2 года доля России в глобальной ликвидности имеет тенденцию к падению, и, как показывает более глубокий анализ, наша страна начала проигрывать своим прямым конкурентам на глобальном рынке капитала.

В отличие от других стран с развивающимися финансовыми рынками, Россия также не смогла восстановить свой рынок IPO. По итогам 2009 г. даже Польша показала больший объем привлечения капитала посредством IPO на внутреннем рынке, чем Россия, не говоря уже о Китае, Индии и Бразилии. Данные тенденции в целом сохранились и в 2010 г.

Но иного пути нет, и для того, чтобы обеспечить необходимый уровень национальной конкурентоспособности, требуется активная работа по привлечению инвестиций на российский финансовый рынок. Осознание этого уже пришло, результатом чего стало в том числе образование экспертных групп по важнейшим проблемам современного социально-экономического развития России. Если рекомендации научной элиты страны будут Правительством восприняты, мы имеем все шансы преодолеть то отставание от своих основных конкурентов на глобальном рынке капитала, которое обозначилось в ходе последнего кризиса. ■

⁵ Именно этот фактор признается современной экономической наукой основным показателем глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка.

НРД поздравляет с днем рождения РОСБАНК и Банк Москвы

Уважаемые коллеги!

Компании, в которых вы работаете, за годы своего существования завоевали признание на российском и зарубежном рынках. И ваш профессионализм, богатый опыт работы не позволяют им останавливаться на достигнутом, укрепляют их репутацию и повышают авторитет.

Искренне поздравляем вас и желаем достичь новых вершин, реализовать самые смелые проекты, найти нестандартные подходы к решению сложных задач.

Благополучия и удачи!