



АЛЕКСАНДР АБРАМОВ  
профессор ГУ-ВШЭ

## ВОЗМОЖНОСТИ И РИСКИ МОСКОВСКОГО МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА

ЗА ВРЕМЯ ТЕКУЩЕГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА ВСЕ МЕНЬШЕ ЛЮДЕЙ СТАЛИ ВСПОМИНАТЬ ОБ ИДЕЯХ СОЗДАНИЯ Московского международного финансового центра (ММФЦ). Эти слова исчезли из выступлений первых лиц государства. Однако это вряд ли говорит о том, что тема закрыта ввиду ее неактуальности. Глобальная конкуренция продолжается, а в ней сам факт наличия в той или иной стране международного финансового центра означает признание значимости ее национального финансового рынка на глобальном рынке капиталов. Внутренние рынки тех развивающихся стран, которые не будут признаны международными финансовыми центрами, скоро станут рудиментарными явлениями и постепенно отомрут. Далеко не каждая страна производит у себя автомобили или самолеты, так же будет и с внутренними финансовыми рынками. Есть повод вернуться к теме ММФЦ.

Среди менеджеров разного уровня в нашей стране стал популярен нигилизм к международным рейтингам, оценивающим ту или иную сторону деятельности стран. Это относится и к рейтингу глобальной конкурентоспособности, который ежегодно публикуется Всемирным экономическим форумом. Однако с нигилизмом российских управленцев не всегда можно согласиться, поскольку их методики рейтингов конкурентоспособности стран прозрачна, а разрабатывают их далеко не глупые люди. Один из них — всемирно известный специалист по маркетингу из Гарвардского университета (США) Майкл Портер.

В России с этим человеком произошла весьма показательная история. Несколько лет назад при разработке очередной программы промышленной политики российское руководство пригласило М. Портера, чтобы тот дал рекомендации по модернизации нашей экономики. Такая работа им была проведена, рекомендации ушли наверх, однако, по слухам,

они не понравились. На сотрудничестве со специалистом с мировым именем была поставлена точка. Интересно, что такого мог написать М. Портер о российской экономике? Оказывается, основные выводы М. Портера о российской экономике можно прочитать в его статье, доступной в Интернете<sup>1</sup>. Все просто. Профессор Портер подробно описал все то, что мешает России занимать надлежащие ей высокие места в рейтингах глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума, автором методики которого он и является. После этого происшествия никаких существенных шагов в области промышленной политики в России не предпринималось. Результаты налицо: в 2000-е годы в структуре российской экономики не произошло реальных позитивных сдвигов; падение ее экономики во время кризиса было значительно глубже, чем не только в развитых, но и развивающихся странах БРИК — Китае, Индии и Бразилии. Все это говорит о том, что международные рейтинги не всегда

врут — надо бороться не с ними, а со своими недостатками.

Какое отношение это имеет к ММФЦ? Представляется, что прямое. Международный финансовый центр есть не повод к походу за укрепление имиджа России за рубежом, а итоговый результат, который может быть получен лишь в том случае, если страна осуществит реальные шаги в исправлении тех сфер, которые делают российскую экономику недостаточно конкурентоспособной. Для выявления данных проблем обратимся к *Global Competitiveness Report* за 2008–2009 гг.<sup>2</sup>. По итогам сезона 2008–2009 гг. по индексу глобальной конкурентоспособности Россия заняла 51-е место из 134 стран. Из 12 групп показателей наиболее слабые результаты Россия получила по двум критериям: уровню развития финансовых рынков — 112-е место и общественных институтов — 110-е место.

Думаю, что такие оценки, особенно в части финансовых рынков, могут показаться странными, поэтому на них стоит

<sup>1</sup> Porter M., Ketels C., Delgado M., Bryden R. *Competitiveness at the Crossroads: Choosing the Future Direction of the Russian Economy*. 2007.

<sup>2</sup> Как следует из сообщения на сайте Всемирного экономического форума [www.weforum.org](http://www.weforum.org), 8 сентября текущего года опубликован *The Global Competitiveness Report 2009/2010*.



остановиться подробнее. А для того чтобы проблемы конкурентоспособности России были более наглядны, сравним их с аналогичными оценками Индии, которая в рейтинге международной конкурентоспособности заняла 50-е место, в отличие от России показав слабые результаты по критериям макроэкономической стабильности (109-е место) и уровню развития здравоохранения и начального образования (89-е место). Сравнение России с Индией интересно потому, что за последние два года обе страны разработали стратегии создания своих международных финансовых центров (Индия — в Мумбаи, Россия — в Москве), а также развития внутренних финансовых рынков. Однако если стратегию развития индийского финансового рынка, под названием «A hundred small steps»<sup>3</sup>, разработанную группой специалистов под руководством известного американского экономиста индийского происхождения Рагхурама Раджаи, активно обсуждают в мире за новаторство и смелость подходов, то о Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 г. мало кто слышал, и за рубежом ее не обсуждают.

Как видно из табл. 1, по всем показателям уровня развития финансового рынка Россия существенно отстает от ближайшего конкурента. Иностранцев не устывает принятый в России закон об иностранных инвестициях, требующий индивидуальных согласований в правительстве крупных инвестиций в обширный перечень отраслей, называемых стратегическими. За рубежом никак не могут забыть о частных нарушениях прав иностранных инвесторов в России и избирательном применении законодательства. Очень скромно оценивается надежность российских банков, доступность кредитов, уровень развития финансовых рынков. Можно удивиться 110-му месту России по показателю уровня регулирования фондового рынка против 25-го места у Индии. Но ведь Россия не имеет полноценных договоренностей о взаимном признании правил регулирования рынка ни с одним государством, за исключением символических рамочных соглашений с Китаем и некоторыми другими странами. То, что российским финансовым компаниям когда-нибудь разрешат оказывать финансовые услуги на зарубежных рынках, доверяя качеству их регулирования и правоприменения в России, даже трудно себе представить. По этой причине слабые оценки регулирования

и правоприменения российского финансового рынка не выглядят предвзятыми. В табл. 2 представлены оценки конкурентоспособности институтов, которые не нуждаются в излишних комментариях.

Российская экономика страдает от слабости институтов. Высокая цена на нефть и другое экспортное сырье страны сырье долгое время позволяли достигать относительной экономической стабильности при ухудшении эффективности институтов. Кризис показал, что рано или поздно такая призрачная стабильность заканчи-

вается. Без радикальных изменений общественных институтов Россия не только не добьется никаких результатов с ММФЦ, но и просто столкнется с серьезными экономическими трудностями. Проблема в том, что реформа институтов — весьма длительный процесс, к тому же это требует серьезной модернизации политических институтов, к чему страна пока не готова.

Хотелось бы подробнее остановиться на том, какие выгоды может принести создание международного финансового центра индивидуальным инвесторам.

**Таблица 1. МЕСТА РОССИИ И ИНДИИ ПО КРИТЕРИЮ РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В РЕЙТИНГЕ ГЛОБАЛЬНОЙ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ**

| Показатель  | Россия | Индия |
|---|--------|-------|
| Уровень развития финансовых рынков, всего         | 112    | 34    |
| В том числе:                                      |        |       |
| Уровень развития финансовых рынков                | 89     | 33    |
| Доступ к финансированию через местный рынок акций | 87     | 9     |
| Доступность кредитов                              | 86     | 42    |
| Доступность венчурного капитала                   | 64     | 27    |
| Ограничения для иностранного капитала             | 125    | 83    |
| Уровень защиты прав инвесторов                    | 67     | 26    |
| Надежность банков                                 | 107    | 51    |
| Регулирование рынка ценных бумаг                  | 110    | 25    |
| Индекс защиты прав                                | 93     | 23    |

Источник: *The Global Competitiveness Report 2008/2009*.

**Таблица 2. МЕСТА РОССИИ И ИНДИИ ПО КРИТЕРИЮ РАЗВИТИЯ ИНСТИТУТОВ В РЕЙТИНГЕ ГЛОБАЛЬНОЙ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ**

| Показатель   | Россия | Индия |
|--|--------|-------|
| Уровень институтов, всего                          | 110    | 53    |
| В том числе:                                       |        |       |
| Защита прав собственности                          | 122    | 52    |
| Защита прав на интеллектуальную собственность      | 99     | 57    |
| Распространенность государственного финансирования | 102    | 55    |
| Доверие общества к политикам                       | 111    | 84    |
| Независимость правовой системы                     | 109    | 43    |
| Фаворитизм при принятии государственных решений    | 99     | 58    |
| Расточительность государственных расходов          | 92     | 62    |
| Бремя государственного регулирования               | 119    | 90    |
| Эффективность правовой системы                     | 107    | 42    |
| Прозрачность решений правительства                 | 119    | 55    |
| Издержки бизнеса от терроризма                     | 100    | 106   |
| Издержки бизнеса от преступности                   | 90     | 53    |
| Распространенность организованной преступности     | 105    | 71    |
| Результативность действий полиции                  | 105    | 62    |
| Этичность поведения фирм                           | 112    | 61    |
| Действенность стандартов аудита и отчетности       | 109    | 30    |
| Эффективность советов директоров компаний          | 35     | 45    |
| Уровень защиты прав миноритарных акционеров        | 129    | 33    |

Источник: *The Global Competitiveness Report 2008/2009*.

<sup>3</sup> A hundred small steps. Проект реформы финансового рынка Индии, разработанный под руководством Рагхурама Раджана (Raghuram Rajan): [http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report\\_fr.htm](http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report_fr.htm).



Судя по анализу программных документов властей, Россия и Индия смотрят на это по-разному.

Обе страны с относительно крупными развивающимися рынками заинтересованы в том, чтобы с помощью фондового рынка их граждане могли бы повышать свое благосостояние. Однако типичная проблема индивидуального инвестора на развивающемся рынке, если он реализует стратегию долгосрочных сбережений, — это отсутствие надлежащих возможностей для диверсификации портфеля. Нынешний кризис наглядно показал, что российским и индийским индивидуальным инвесторам, инвестиционным и пенсионным фондам, страховым организациям нужно активно выходить на зарубежные рынки в целях построения защищенных диверсификацией портфелей. Указанные инвесторы в двух странах имеют право инвестировать за рубеж, однако делать это через надежные схемы, экономически эффективно, информационно прозрачно и без нарушения норм налогового и валютного законодательства на практике бывает невозможно.

Решать эту проблему на перспективу в Индии и России собираются по-разному. В программе создания МФЦ в Мумбаи и стратегии развития фондового рынка Индии ставка делается на либерализацию финансового рынка и повышение конкурентоспособности национальных финансовых посредников. В индийской программе «*A hundred small steps*» преду-

сматривается, что все национальные брокеры должны предоставлять инвесторам доступ в торговые системы, позволяющие торговать финансовыми инструментами по всему миру, а также предоставление внутренним индивидуальным инвесторам беспрепятственного доступа к открытию счетов в любой иностранной брокерской компании. Кроме того, иностранным взаимным фондам планируется предоставить право свободно продавать свои ценные бумаги на внутреннем индийском рынке в обмен на доступ крупных индийских инвестиционных фондов на зарубежные рынки<sup>4</sup>. Авторы реформы финансового сектора в Индии верят, что открытость рынков финансовых услуг — мощный фактор повышения конкурентоспособности национальных финансовых компаний и приобщения индийских инвесторов к финансовым услугам, оказываемым в соответствии с лучшими мировыми стандартами. При этом авторы реформы ясно понимают, что нужно дать 1–2 года на повышение уровня конкурентоспособности национальных финансовых институтов. Для этого снимаются все препятствия для сделок слияний-поглощений, проведенных IPO финансовыми фирмами, привлечения иностранного капитала. Предлагается создание на национальном уровне 5–6 крупных финансовых холдингов, которые по капитализации и эффективности деятельности смогут составить конкуренцию иностранным инвестиционным банкам и банковских холдингам.

Если посмотреть на то, что собирается предпринимать регулятор в России в связи с мерами по ММФЦ, легко заметить, что основные усилия сосредоточены лишь вокруг биржи, у которой, по его замыслу, должно прибавиться клиентов за счет крупных нерезидентов. Потребностям внутренних индивидуальных инвесторов, облегчению их доступа на международные финансовые рынки, проблемам слияний-поглощений в небанковских финансовых компаниях и создания конкурентоспособных на внешних рынках финансовых структур внимание практически не уделяется. Порой создается впечатление, что доступность для внутренних инвесторов иностранных ценных бумаг понимается в высоких кабинетах как их допуск к обращению на российских биржах ценных бумаг иностранных эмитентов. Такой путь приобщения российских инвесторов, конечно, в чем-то может быть интересен, но при таком подходе вместо полноценной диверсификации внутренних портфелей на международных рынках инвесторы будут обречены бесконечно долго покупать еврооблигации российских компаний и несколько аналогичных ценных бумаг от эмитентов из ближнего зарубежья.

Честно говоря, иногда завидуешь смелости планов наших партнеров из Индии. Может, потому и ВВП у них растет на 6,5%, а не падает на 8,5%, как у других стран с, прямо скажем, осторожными планами на будущее. ■

<sup>4</sup> *A hundred small steps*. P. 120–121.

## НОВОСТИ НДЦ

### Величина собственного капитала ЗАО НДЦ по МСФО увеличилась на 13,8% и составила 1 млрд 947 млн руб.

По итогам первого полугодия 2009 г. операционные доходы Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр» (ЗАО НДЦ) в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) выросли на 11% по сравнению с соответствующим отчетным периодом 2008 г. (674 млн 387 тыс. руб.) и составили 748 млн 364 тыс. руб. Чистая прибыль ЗАО НДЦ за первое полугодие 2009 г. снизилась на 11% — до 236 млн 178 тыс. руб. по сравнению с 266 млн 473 тыс. руб. за аналогичный период прошлого года. Величина собственного капитала ЗАО НДЦ по МСФО увеличилась на 13,8% и составила 1 млрд 947 млн руб. (1 млрд 711 млн руб. — по состоянию на 31 декабря 2008 г.).

«Капитализация инфраструктурного института на финансовом рынке — один из важнейших показателей его надежности. Поэтому реализуя стратегические планы, ЗАО НДЦ последовательно наращивает собственный капитал. Наряду со снижением рисков, акционеры ЗАО НДЦ также получают дополнительные преимущества, что стало более прозрачным после преобразования расчетного депозитария в акционерное общество», — отметил генеральный директор ЗАО НДЦ **Николай Егоров**.

Напомним, что стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытых в ЗАО НДЦ, по состоянию на 30 июня 2009 г. составила 4 трлн 700 млрд 523 млн руб., что на 13,81% больше, чем соответствующий показатель на 31 декабря 2008 г. (4 трлн 130 млрд 40 млн руб.).

Общее количество ценных бумаг на хранении в ЗАО НДЦ увеличилось на 61% — с 1 трлн 424 млрд 792 млн шт. на 30 июня 2008 г. до 2 трлн 293 млрд 437 млн шт. на 30 июня 2009 г. Оборот ЗАО НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций) за первое полугодие 2009 г. составил 26 трлн 720 млрд 196 млн руб., что на 6,97% меньше, чем за аналогичный период 2008 г. (28 трлн 722 млрд 366 млн руб.). Количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим периодом 2008 г. уменьшилось на 8,1% и составило 1 164 366 операций, в том числе по акциям — 926 542 операций (79,57% от общего числа операций). Количество счетов депо с начала года выросло на 4,85% и составило 1860 счетов, что на 5,1% больше по сравнению с аналогичным периодом 2008 г.

Полная версия Финансовой отчетности ЗАО НДЦ за первое полугодие 2009 г. в соответствии с МСФО размещена на сайте ЗАО НДЦ: [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru).