

Международные финансовые центры в посткризисном мире: перспективы России

Данилов Ю.А.,

к.э.н., директор Центра развития фондового рынка,
старший советник по макроэкономике Руководителя
ФСФР России, заведующий кафедрой финансов
Международного университета в Москве

Понятие международного финансового центра (МФЦ)

- форма функционирования национального финансового рынка в качестве элемента глобального рынка капитала, являющаяся наиболее адекватной для эпохи глобализации (сегодня и в среднесрочной перспективе)
- единственно возможная форма функционирования национального финансового рынка в условиях единого глобального рынка капитала (через 10 – 15 лет)

Современный этап глобальной конкуренции

- характеризуется конкуренцией за мировую ликвидность => повышается роль глобальных инвесторов
- на смену конкуренции между биржами приходит конкуренция между национальными рынками в целом, т.е. конкуренция между биржами, инфраструктурными организациями, налоговыми режимами и т.д.

Признаки МФЦ

(предпосылки формирования МФЦ)

- **Концентрация капитала** (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала – главный признак
- **Концентрация финансового посредничества** (концентрация финансовых услуг), с существенной долей услуг, предоставляемых посредниками, действующими на глобальном рынке, эффективная инфраструктура рынка
- **Концентрация инструментов** (концентрация инвестиционного предложения), с существенной долей инструментов, предлагаемых иностранными институтами

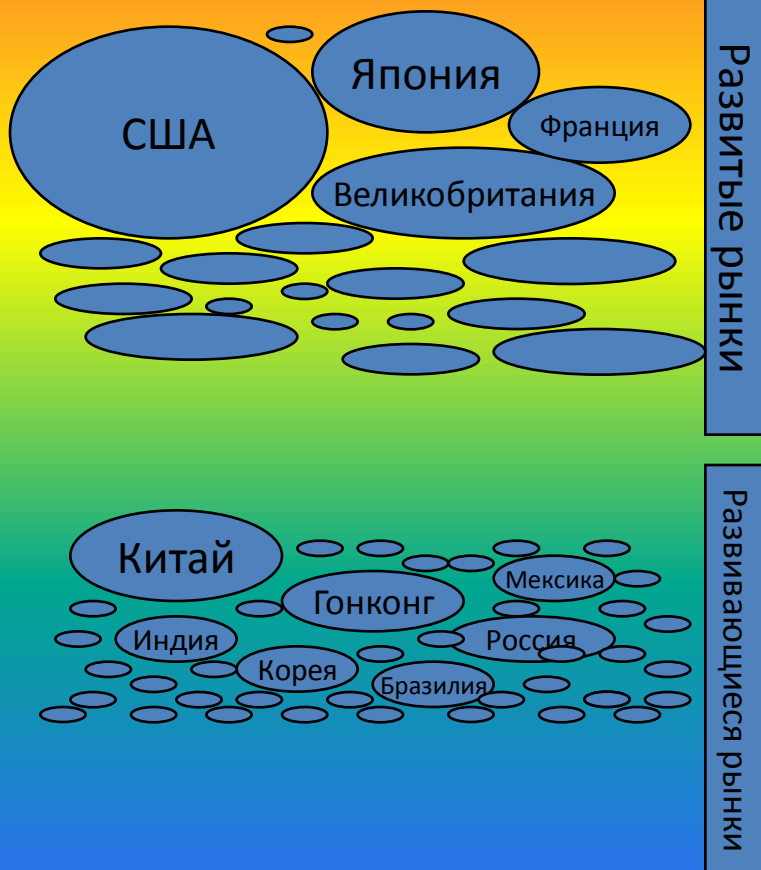
Впервые сформулированы в Идеальной модели фондового рынка РФ (итоговая версия: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М.: НАУФОР, 2008.

Виды МФЦ (подходы Лондонского сити и Идеальной модели)

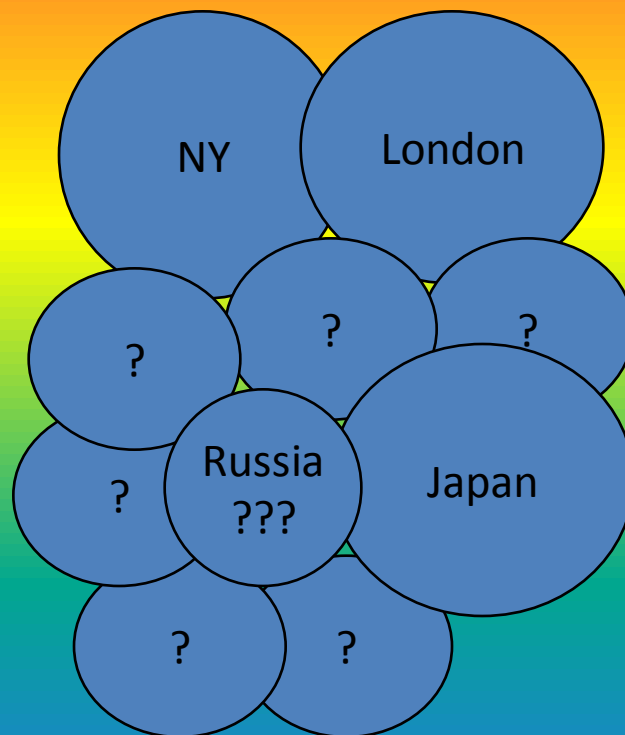
Подход Идеальной модели	Подход Лондонского сити
Мировые финансовые центры	Глобальные финансовые центры
Региональные финансовые центры	Международные финансовые центры
	«Нишевые» финансовые центры
Национальные финансовые центры	Национальные финансовые центры
	Региональные финансовые центры
Источник: Идеальная модель (впервые опубликована: Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 г.) – М., НАУФОР, 2006)	Источник: Рейтинг МФЦ Лондонского сити (впервые опубликован: The Global Financial Centres Index. March 2007. – L., City of London. 2007)

Перспективы национальных фондовых рынков

2009 год



2015 – 2020 год



Альтернатива для российского финансового рынка

- Стать международным финансовым центром (МФЦ) в виде регионального финансового центра для стран СНГ и ряда прилегающих стран глобального региона
 - Исчезнуть в результате полного перетока операций, инструментов и инвесторов на иностранные рынки, существующие в форме МФЦ
- 

Различия между странами с финансовыми центрами и другими странами

- Страны с международными финансовыми центрами:
 - ёмкий и устойчивый финансовый рынок;
 - суверенная экономика;
 - максимально открытые рынки, входящие в глобальное разделение труда «с позиции силы»;
 - свободно-конвертируемая национальная валюта
- Страны без внутренних финансовых рынков:
 - зависимость от иностранного капитала;
 - вынужденные закрываться от глобальной экономики;
 - отток сбережений населения на иностранные рынки;
 - слабая валюта

Различия между странами с финансовыми центрами и другими странами

Страны с международными финансовыми центрами –
отвечают всем признакам великой державы

Страны без внутренних финансовых рынков – зависят от других стран, являясь периферией по отношению к мировым финансовым центрам

Альтернатива для России

- стать полноценной великой державой
- стать страной с ограниченным суверенитетом
 - т.к. будут отсутствовать два признака суверенной державы XXI века:
 - Национальный финансовый рынок (существующий в форме МФЦ)
 - Национальная валюта, являющаяся резервной по отношению к большинству национальных валют мира

Современные финансовые центры

- Сформировавшиеся мировые центры
 - США
 - Великобритания
 - Япония
 - Германия
 - Euronext
- Сформировавшиеся региональные центры
 - Гонконг
 - ЮАР
 - Мексика
 - OMX
- Формирующиеся региональные центры
 - Испания, Италия, Швейцария, Канада, Корея, Бразилия, Австралия, Сингапур, Тайвань
- Ставящие вопрос о превращении в региональный центр
 - Казахстан, Польша и другие

Классификация МФЦ в проекте Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации Минэкономразвития

- Глобальные МФЦ:
 - Лондон, Нью-Йорк
- Региональные МФЦ:
 - Гонконг, Сингапур, Дубаи
- Локальные МФЦ:
 - Токио, Франкфурт, Париж
- Нишевые (оффшорные) МФЦ:
 - Цюрих, Женева, Каймановы острова, Джерси и др.

Рейтинги национальных финансовых рынков и МФЦ

WEF (сентябрь 2008 г.)			Лондонский сити (сентябрь 2007 г.)		
<i>страна</i>	<i>rank</i>	<i>балл</i>	<i>город</i>	<i>rank</i>	<i>балл</i>
США	1	5,85	Лондон	1	765
Великобритания	2	5,83	Нью-Йорк	2	760
Германия	3	5,28	Гонконг	3	684
Япония	4	5,28	Сингапур	4	660
Канада	5	5,26	Цюрих	5	656
Франция	6	5,25	Франкфурт	6	647
Швейцария	7	5,23	Сидней	7	639
Гонконг	8	5,23	Чикаго	8	636
Нидерланды	9	5,22	Токио	9	632
Сингапур	10	5,15	Женева	10	628
Россия	36	3,40	Москва	45	421

Недостатки рейтингов Всемирного экономического форума и Лондонского сити

Рейтинг WEF	Рейтинг City of London
Тесная зависимость места в рейтинге от интенсивности экономических связей отдельной национальной экономики с американской экономикой	Дает дополнительные необоснованные преимущества территориям, которые относятся к британской короне
Переоцененность роли фактора наличия избыточного предложения финансовых ресурсов	Чрезмерное присутствие в о второй десятке рейтинга офшорных центров и территорий
Наличие политической подоплеки при присвоении рейтинга отдельным странам и группам стран (исламские страны и страны Восточной Европы)	Исключительное внимание к курортным приморским территориям
Необъяснимое присутствие на высоких местах рейтинга стран, не имеющих национального финансового рынка (Панама, Кувейт, Бахрейн и др.)	Необъяснимое присутствие на высоких местах рейтинга стран, потерявших национальный финансовый рынок (Прага, Вена, Копенгаген)

Реформа регулирования финансового сектора Гонконга, приведшая к формированию РФЦ

- Реформа торговой инфраструктуры
 - интеграция торговых площадок через создание единого холдинга
 - отделение функций организации торговли от фронт-лайн регулирования
- Реализация политики «открытой экономики»
- Защита интересов инвесторов
 - высокий минимально допустимый размер free float (25%) для листинга
 - реализация специальной Программы защиты инвесторов
- Реализация политики обеспечения адекватной финансовой отчетности
 - GAAP Гонконга соответствуют МСФО (кроме 1 стандарта)
 - создан Совет по вопросам финансовой отчетности (FRC), в т.ч. проводящий расследование нарушений со стороны аудиторов
- Стимулирование притока средств в инвестиционные фонды

Программы формирования МФЦ: Германия (1992 г.)

- Снижение операционных издержек
- Либерализация налоговых и правовых условий
- Централизация рынков, ускоренное введение новых технических систем и технологий торгов
- Повышение прозрачности
- Снижение инвестиционных рисков:
повышение эффективности пруденциального надзора и борьбы с манипулированием и инсайдом; гармонизация законодательства;
расширение срочных рынков

Программы формирования МФЦ: Корея (2006 год)

- Принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act) – вступает в силу в 2009 году
- Развитие рынка облигаций
- Полная либерализация валютных операций (с 2009 года)
- Принятие закона о Центре международных финансов (Financial Hub Act)
- Подготовка специалистов по финансовым вопросам международного уровня

Законом о Центре международных финансов (Financial Hub Act):

Предполагается создание Центра по оказанию международных финансовых услуг (International Financial Services Center), который должен будет оказывать помощь:

- корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки;
- зарубежным компаниям при выходе на корейский рынок;
- информационная поддержка финансовым институтам;
- в развитии бизнеса по управлению активами

Программы формирования МФЦ: Казахстан (2006 год)

- Создание Регионального финансового центра города Алматы (РФЦА), как особого правового режима
- Создание Агентства Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы как отдельного юридического лица
- Система стимулирования всех участников финансового рынка, действующих в рамках РФЦА:
 - Налоговые льготы
 - Финансовые услуги освобождены от корпоративного подоходного налога
 - Дивиденды и прирост курсовой стоимости не облагаются подоходным налогом (как для физических, так и юридических лиц)
 - Льготы для эмитентов ценных бумаг
 - Возмещение затрат на аудит
 - Мультивалютность расчетов
 - Создание специализированного финансового суда

Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации

- Регулирование финансовых рынков
 - Законодательство и правоприменение
 - Налогообложение
 - Судебная система и практика правоприменения
 - Корпоративное управление
 - Защита прав собственности
- Уровень развития национального рынка
 - Разнообразие финансовых инструментов
 - Финансовая инфраструктура
 - Наличие рынка для молодых и быстрорастущих компаний
 - Повышение надежности и финансовой устойчивости российской банковской системы
 - Развитие российского страхового бизнеса
 - Вовлеченность населения в операции на финансовых рынках и увеличение внутреннего долгосрочного инвестиционного ресурса
 - Роль независимых рейтинговых агентств

Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации (продолжение)

- Интегрированность в глобальные рынки капитала
- Квалифицированный персонал
 - Уровень финансового образования
 - Упрощение визового и миграционного законодательства
- Социальная инфраструктура и бизнес-инфраструктура
 - Создание благоприятной среды для иностранных граждан в России
 - Развитие нефинансовой инфраструктуры г. Москвы
- Общая конкурентоспособность национальной экономики
 - Продвижение России как международного финансового центра
 - Развитие финансовой грамотности населения и повышению популярности идеи МФЦ в России

Основные целевые показатели развития МФЦ (в соответствии с Концепцией МЭР)

до 2010 года	до 2012 года
наличие на российских биржах акций и облигаций компаний-эмитентов из стран СНГ	доля иностранных бумаг в биржевом обороте – не менее 10%
запуск товарных бирж, на которых обращаются производные финансовые инструменты на ключевые группы товаров (нефть, электроэнергия и т.д.)	вхождение одной из российских бирж в число 12 мировых лидеров по торговому обороту и объёмам размещений акций и облигаций
включение в систему банковских электронных срочных платежей (БЭСП) кредитных организаций, и создание интерфейса для расчетов в БЭСП с использованием системы SWIFT	Обеспечение интерфейса системы БЭСП с системой расчетов CLS-банка
	Рост доли финансового сектора в ВВП до 6%

Диагноз Концепции МЭР: шизофрения

- Обо всем и ни о чем
- Отсутствие логики, запутанность структуры
- Отсутствие ряда обязательных элементов
- Наличие ненужных элементов
- Использование неверной информации
- Отсутствие целей и слабая связь с развитием социально-экономической системы

Неграмотность, ухудшившая качество российской программы формирования МФЦ

- Теория. Смешение понятий МФЦ и ЦМФ (Центры международных финансов)
- Целеполагание. Замена цели «создание условий для превращения национального рынка в МФЦ» целью «создание МФЦ как нового объекта»
- Практические последствия. Смена основного бенефициара: вместо всех инвесторов и эмитентов – должностные лица организаций, конституирующих «МФЦ»

Важные аспекты формирования международного финансового центра, остающиеся за рамками российской программы формирования МФЦ

- Комплексная система мониторинга финансового рынка на предмет выявления и предупреждения системных рисков
- Повышение финансовой грамотности населения
- Подготовка квалифицированных кадров для финансовой отрасли

Причины провалов по трем «внепрограммным» направлениям

<i>Направление</i>	<i>Основные препятствия и барьеры</i>
Комплексная система мониторинга финансового рынка	Министерство финансов считает нецелесообразным финансировать создание такой системы
Повышение финансовой грамотности населения	Министерство финансов реализовало менее 0,5% мероприятий по данному направлению, в части использования средств Мирового банка
Подготовка квалифицированных кадров для финансовой отрасли	1) Не соответствующее потребностям рынка содержание государственного образовательного стандарта 2) Уровень качества преподавания

Как государственные образовательные стандарты способствуют подготовке идеального финансиста

Специалист	Категорически нет
Магистр	В целом нет
Бакалавр	В целом да

Целевые ориентиры Идеальной модели: текущие значения и модельные (взгляд до кризиса)

Показатель	Значение 2007 года	Целевой ориентир	Превы- шение, раз
Капитализация	1 342 млрд. долл.	5,4 – 5,6 трлн. долл.	4,0 – 4,2
Годовой объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках	1 230 млрд. долл.	10,3 – 10,6 трлн. долл.	8,4 – 8,6
Соотношение между объемом IPO на внутреннем рынке и объемом инвестиций в основной капитал	7,0%	11%	1,6
Объем IPO на внутреннем рынке	17,7 млрд. долл.	77 – 96 млрд. долл.	4,4 – 5,4
Стоимость корпоративных облигаций в обращении	50,2 млрд. долл.	850 – 1100 млрд. долл.	17 – 22
Доля иностранных ценных бумаг в листинге и обороте российских фондовых бирж	0	12%	+ ∞

Целевые ориентиры ... (продолжение) - взгляд до кризиса

Показатель	Значение 2007 года	Целевой ориентир	Превы- шение, раз
Доля населения России, инвестирующих в акции с использованием брокерских услуг	0,4%	18%	45
Количество граждан, инвестирующих с использованием брокерских услуг	560 тыс. чел.	25 млн. чел.	45
Соотношение между СЧА открытых и интервальных инвестиционных фондов и ВВП	0,5%	15%	30
Стоимость чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов	7,3 млрд. долл.	470 – 560 млрд. долл.	65 - 77
Соотношение между резервами негосударственных пенсионных фондов и капитализацией	1,43%	15% - 20%	10 - 14
Резервы негосударственных пенсионных фондов	19,2 млрд. долл.	840 – 1080 млрд. долл.	44 - 56

Программа действий Идеальной модели:

- Повышение концентрации капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала
 - стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке
 - резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов
 - резкий рост пенсионных резервов
 - резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов
- Рост концентрации финансовых услуг, повышение эффективности инфраструктуры
- Повышение концентрации инструментов
 - стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO
 - резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении
 - создание возможностей секьюритизации и создания структурированных продуктов
 - развитие срочного рынка
 - создание сектора иностранных ценных бумаг и повышение их доли на внутреннем рынке

Пример детализации плана мер Идеальной модели по одной задаче

- **Задача: Стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке**
 - Налоговое стимулирование
 - нулевая ставка подоходного налога по всем доходам от финансовых инструментов
 - освобождение от налога на прибыль средств, направляемых на выплату дивидендов
 - Создание института индивидуальных сберегательных счетов (ИСС) граждан
 - Введение института инвестиционного консультанта
 - Повышение уровня защиты граждан на фондовом рынке
 - введение обязательного членства в саморегулируемых организациях для компаний, оказывающих услуги неквалифицированным инвесторам
 - создание национальной компенсационной системы
 - Реализация программ повышения уровня финансовой грамотности населения
 - Учет потребностей и инвестиционных предпочтений населения при разработке новых финансовых инструментов

Два вариантных сценария построения нового мирового финансового порядка

- наблюдаемый кризис может иметь катастрофические последствия для существующих традиционных институтов, которые сменятся принципиально новыми институтами посткризисного мира
- наблюдаемый кризис будет урегулирован посредством существующих институтов, которые претерпят существенную модернизацию для того, чтобы стать адекватными реалиям посткризисного мира

По материалам Круглого стола «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России», проведенного Центром развития фондового рынка 26.01.09

Основные черты нового мирового финансового порядка

- Создание новой мировой валюты (вместо доллара) и, соответственно, новой мировой валютной системы
- Формирование транснациональных финансовых конгломератов
- Развитие наднациональной системы регулирования и надзора
- Повышение роли отдельных наднациональных организаций (Банк международных расчетов, Форум финансовой стабильности, при ряде условий - МВФ)
- Ужесточение надзора в области финансовой отчетности, аудита, рейтинговых агентств, создание надзора в секторе производных финансовых инструментов
- Реформа корпоративного управления и систем управления рисками
- Унификация национальных систем законодательного регулирования финансовых рынков; ускорение формирования мегарегуляторов

По материалам Круглого стола «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России», проведенного Центром развития фондового рынка 26.01.09.

Конкуренция МФЦ в посткризисном мире

- Ускорение процесса перераспределения капитала и операций между существующими и формирующимися МФЦ
- Дополнительные преимущества получают те, кто обеспечит:
 - мировые стандарты регулирования и надзора
 - эффективные системы управления рисками
 - стабильность национальной валюты и ликвидность ее рынка
 - высокую степень прозрачности и достоверность отчетности
 - открытость финансового рынка, низкие транзакционные издержки
 - высокую степень защиты инвесторов
 - наличие устойчивого внутреннего долгосрочного спроса

Перспективы России в ходе кризиса ухудшились

- Ярко проявились ключевые недостатки России:
 - отсутствие долгосрочного инвестора
 - низкое качество структуры оборота финансовых инструментов
 - низкий free float
 - низкая степень капитализации финансовых организаций и концентрации активов в управлении
 - низкое качество управления (активами, финансовыми и нефинансовыми корпорациями, государством)
- Основные конкуренты России показали свои преимущества (Китай, Корея, Бразилия и др.):
 - более высокую устойчивость своих рынков и своей экономики
 - более высокое качество государственного управления

Что нужно делать, чтобы сохранить шансы стать МФЦ

- Коренная реформа пенсионной реформы с целью формирования внутреннего долгосрочного инвестора
- Коренная переработка Концепции формирования МФЦ и активная реализация предложений Идеальной модели
- Резкое повышение уровня защиты прав инвесторов
- Предельно благоприятный налоговый режим (нулевые ставки)
- Ужесточение регулирования биржевой торговли; интеграция биржевой торговли
- Оперативное завершение формирования законодательной базы функционирования финансового рынка
- Реализации Программы повышения финансовой грамотности
- Стимулирование роста free float