



АЛЕКСЕЙ БОЛВАЧЕВ
декан финансового факультета,
профессор РЭА им Г. В. Плеханова,
докт. экон. наук



ФЕДОР НАУМОВ
аналитик УК «Капиталъ»,
аспирант РЭА им. Г. В. Плеханова

ПЕРСПЕКТИВЫ МОСКВЫ КАК МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА

Летом 2008 г. в России, считавшейся на тот момент «тихой гаванью», защищенной от мирового кризиса, на государственном и экспертном уровне всерьез заговорили о создании в Москве мирового финансового центра, способного к 2020 г. составить конкуренцию городам-лидерам: Нью-Йорку, Лондону, Гонконгу и Сингапуру. Для решения этой суперзадачи предполагалось изменить ряд законов, имплементировать давно обсуждаемые улучшения финансовой инфраструктуры и построить новые офисы и дороги.

ВЛИЯНИЕ КРИЗИСА

Власти не успели даже приступить к выполнению заявленных целей, как иллюзии развеял кризис. Постепенная девальвация рубля «заморозила» кредитный рынок и подорвала доверие к национальной валюте. Ряд банкротств банков спровоцировал волну переводов вкладов из коммерческих в банки с участием государства, несмотря на институт страхования вкладов. В результате 80%-го обвала рынка акций многие инвесторы, радовавшиеся 10-летнему «бычьему» рынку, стали говорить о фондовом рынке как о казино и отказались от инвестиций в акции.

Улучшившееся на фоне докризисного «изобилия» корпоративное управление обратилось к прежним методам притеснения прав миноритарных акционеров крупными собственниками, менеджментом и государством. Первыми были «де-

ло» Мечела и неисполнения оферт мажоритарными акционерами Территориальных генерирующих компаний №2 и №4, а потом — скандальные дефолты дочерних компаний Московской области¹, неплатежи по еврооблигациям Финансовой лизинговой компании (ФЛК) и т. д. Дефолты эмитентов рублевых облигаций «второго и третьего эшелонов» и последующие реструктуризации их обязательств показали несовершенство локального облигационного контракта и отсутствие в России эффективного судебного и внесудебного механизма защиты прав кредиторов.

ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ МОСКВА МИРОВОМ ФИНАНСОВЫМ ЦЕНТРОМ?

С начала 2009 г. стали умереннее и аппетиты российских властей — никто больше не преследует цели «обогнать

Америку», задача стала более реалистичной, но для текущих условий также труднодостижимой — сравняться с Бомбеем и Шанхаем. Тем более что теперь все нужно начинать сначала. Необходимо понимать, что для реализации даже этой «облегченной» цели потребуются много времени, ресурсов и всесторонних изменений. Ведь место России и Москвы среди мировых финансовых центров далеко не лидирующее.

Так, в соответствии с индексом финансового развития организации Всемирного экономического форума (*World Economic Forum*) Россия занимает 36-е место среди 52 стран (табл. 1). Россия уступает не только развитым странам, имеющим столетние истории финансового развития, но и другим странам БРИК.

Согласно мартовскому рейтингу мировых финансовых центров, составляемому компанией *Z/Yen Group* по заказу ад-

¹ Речь идет прежде всего о дефолтах по облигациям ОАО «Мособлтрастинвест» (МОИТК) и ОАО «Московское областное ипотечное агентство» (МОИА), принадлежащим на 100% Министерству имущественных отношений Московской области.



Таблица 1. ИНДЕКС ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ВСЕМИРНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ФОРУМА

Совокупный индекс финансового развития		Факторы, политика и институты						Финансовое посредничество						Доступность капитала	
		1. Институты		2. Бизнес климат		3. Финансовая стабильность		4. Банки		5. IPO, M&A, страхование		6. Финансовые рынки		7. Размер, глубина и доступ	
Страна	№	Страна	№	Страна	№	Страна	№	Страна	№	Страна	№	Страна	№	Страна	№
США	1	Сингапур	1	Сингапур	1	Сингапур	1	США	1	Великобритания	1	США	1	Швейцария	1
Великобритания	2	Гонконг	2	Финляндия	2	Швейцария	2	Малайзия	2	США	2	Великобритания	2	Нидерланды	2
Германия	3	Финляндия	3	Норвегия	3	С. Аравия	3	Великобритания	3	Франция	3	Швейцария	3	Гонконг	3
Япония	4	Норвегия	4	Гонконг	4	Норвегия	4	ОАЭ	4	Япония	4	Франция	4	Великобритания	4
Канада	5	Великобритания	5	Швеция	5	Австрия	5	Гонконг	5	Канада	5	Япония	5	Канада	5
Франция	6	Германия	6	Швейцария	6	Германия	6	Канада	6	Австралия	6	Сингапур	6	Испания	6
Швейцария	7	Канада	7	Нидерланды	7	Нидерланды	7	Китай	7	Германия	7	Германия	7	Сингапур	7
Гонконг	8	Швеция	8	Канада	8	Япония	8	Япония	8	Нидерланды	8	Австралия	8	США	8
Нидерланды	9	Австрия	9	Южная Корея	9	ОАЭ	9	Германия	9	Испания	9	Нидерланды	9	Германия	9
Сингапур	10	Нидерланды	10	Германия	10	США	10	Испания	10	Россия	10	ОАЭ	10	Япония	10
...
Китай	24	Бразилия	40	Россия	34	Китай	19	Россия	45	Китай	15	Индия	22	Китай	24
Индия	31	Индия	43	Китай	35	Индия	28	Индия	50	Индия	16	Китай	30	Индия	28
Россия	36	Китай	46	Бразилия	37	Россия	33	Бразилия	52	Бразилия	21	Бразилия	34	Бразилия	37
Бразилия	40	Россия	48	Индия	45	Бразилия	44	Россия	41	Россия	45	

Источник: The Financial Development Report 2008 // World Economic Forum.

министрации Лондона, лидерами среди мировых финансовых центров остаются «кризисные» Лондон и Нью-Йорк, а их отрыв от ближайших преследователей – Сингапура и Гонконга – по сравнению с предыдущим рейтингом, представленным в сентябре 2008 г., даже увеличился. Москва, в отличие от Шанхая или Бомбея, не попадает даже в число 50 лидеров, занимая лишь 60-е место из 62-х (табл. 2).

Если не брать во внимание сложные и, возможно, предвзятые рейтинги, то можно ориентироваться на рынок – из рис. 1 видно, что доля российского фондового рынка в капитализации мирового рынка за последние 5 лет даже сократилась и составляет сейчас почти незаметные 0,5%. Доля же Китая, являющегося третьим рынком в мире по рыночной капитализации (после США и Японии), близка к 8,5%.

Отрезвление приходит и в отношении многих прошлых успехов. Так, на рис. 2 показаны объемы размещений акций и сделок слияний и поглощений в России. Несмотря на значительный объем M&A в количественном и денежном выражении

Таблица 2. РЕЙТИНГ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРОВ ПО ВЕРСИИ Z/YEN GROUP

Город	Страна	Место в рейтинге	Значение индекса
Лондон	Великобритания	1	781
Нью-Йорк	США	2	768
Сингапур	Сингапур	3	687
Гонконг	Гонконг	4	684
Цюрих	Швейцария	5	659
Женева	Швейцария	6	638
Чикаго	США	7	638
Франкфурт	Германия	8	633
Бостон	США	9	618
Дублин	Ирландия	10	618
...
Шанхай	Китай	35	518
...
Бомбей	Индия	49	485
...
Сан-Паулу	Бразилия	54	440
...
Москва	Россия	60	363

Источник: The Global Financial Centres Index 5 // Z/Yen Group and the City of London, March 2009.



(в 2007 г. — 9,3% ВВП, в 2008 г. — 6,6% ВВП), среди них нет ни одного слияния или поглощения на фондовом рынке. Через размещение акций отечественным компаниям в 2007 г. удалось привлечь рекордный объем средств, эквивалентный 3,1% ВВП, но среди них почти не было размещений, при которых контролирующей акционер продавал рынок хотя бы блокирующий пакет, т. е. речь шла не о продаже контроля и изменении стимулов, а только о формировании деловой репутации.

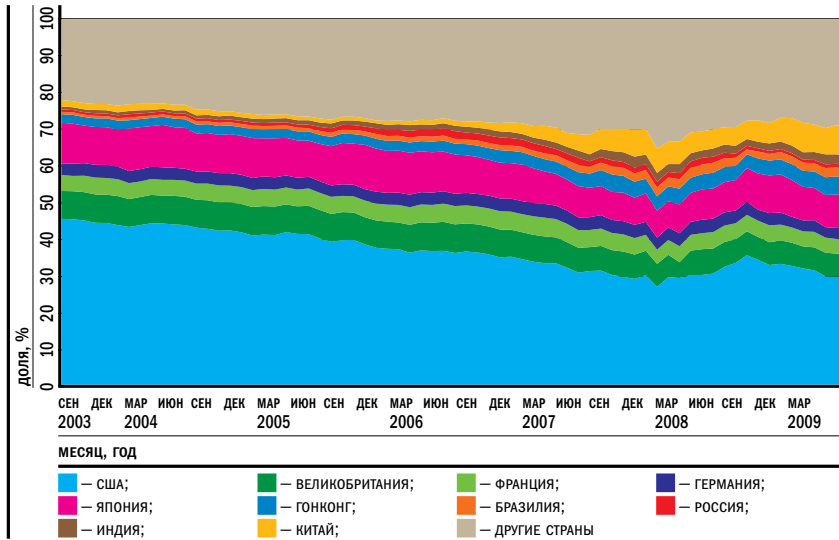
британия — страны с перегруженными долгами потребителями, частично национализированными банками и дефицитными бюджетами, взявшими на себя обязательства и риски частного сектора. В ответ на кризис они проводят монетарную политику «нулевых процентных ставок» (ставка ФРС США — 0–0,25%, Банка Англии — 0,5%) и «количественного ослабления» (оба центральных банка выкупают с рынка государственные облигации), чем вызывают опасения у мировой общест-

во рынка, чем города-лидеры.

Конкуренты Лондона и Нью-Йорка не дремлют: Шанхай, подобно Москве, планирует стать столицей мировых финансов к 2020 г., а во Франции победить Париж — Лондон намерен президент Никола Саркози². В России тоже разработали 2 «проекта»: во-первых, в конце 2008 г. стратегию развития финансового рынка РФ предложило Правительство России (документ подготовили в ФСФР России)³, а во-вторых, в мае 2009 г. Правительство Москвы опубликовало концепцию превращения столицы в финансовый центр⁴.

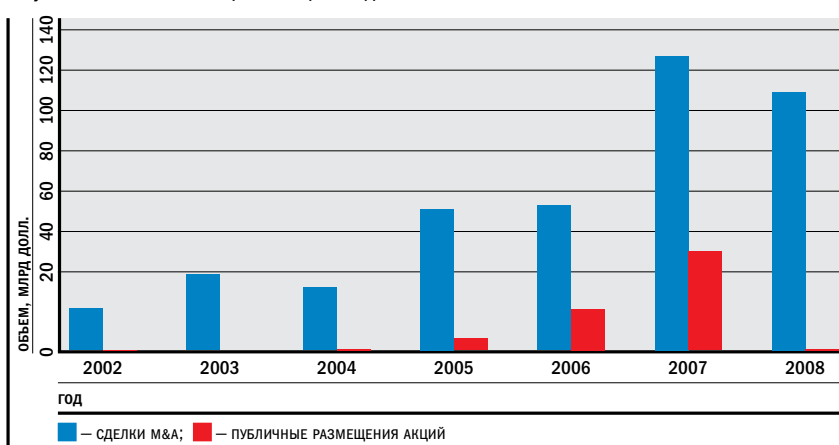
Проекты Правительства РФ и московской администрации являются хорошими руководствами к действию. Обозначенные в них законодательные инициативы по созданию центрального депозитария, изменению налогообложения сделок со срочными инструментами и доходов индивидуальных инвесторов, созданию специализированного финансового суда, допуску к торгам в России иностранных ценных бумаг и упрощению визового режима для бизнесменов — давно назревшие шаги в правильном направлении. Но достаточно ли их для достижения цели? Конечно, регуляторные и инфраструктурные изменения имеют значение: либерализация правил в духе британского *Big Bang* 1986 г. или их ужесточение, как в случае с американским актом *Sarbanes Oxley (SOX)* 2002 г. оказали серьезное влияние на Лондон и Нью-Йорк. И вероятно, благодаря реализации обозначенных выше проектов Москве удастся составить более серьезную конкуренцию Лондону и Нью-Йорку в финансировании отечественного бизнеса. Может быть, столице РФ даже удастся стать региональным финансовым центром в Восточной Европе и привлечь на российские площадки эмитентов из соседних стран (хотя это едва получается даже у местных «старожил» — Франкфурта и Варшавы). Но в этом ли цель создания финансового центра? Ведь финансовый центр — это не просто место формального листинга или регистрации.

Рисунок 1. Доля ряда стран в капитализации мирового фондового рынка



Источник: Данные бирж.

Рисунок 2. Объемы размещений акций и сделок M&A в России



Источники: Портал «Слияния и поглощения в России» *mergers.ru* и расчеты авторов.

ДАЕТ ЛИ КРИЗИС ШАНС ДОГНАТЬ ГОРОДА-ЛИДЕРЫ?

Кризис — это еще и время возможностей для того, чтобы хотя бы попытаться догнать лидеров. Нью-Йорк и Лондон — это эпицентры кризиса, а США и Велико-

лют и финансовых систем. В ответ на кризис эти страны ужесточили регулирование и, видимо, учитывая необходимость пополнять бюджеты, будут повышать налоги и бороться с офшорами. В этих обстоятельствах «долю рынка» смогут увеличить те финансовые центры, которые бу-

НУЖНЫ РАДИКАЛЬНЫЕ МЕРЫ

Финансовый центр — это наделенное талантливыми специалистами и эффективной правовой и операционной инфраструктурой место встречи предложения сбережений (центр принятия инвестици-

² Overarching ambition / Financial Times Friday July 24 2009

³ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р

⁴ Постановление Правительства Москвы от 19 мая 2009 г. № 445-ПП «О Концепции развития города Москвы как национального и международного центра финансовых услуг»



онных решений) и спроса на инвестиции (от компаний, заинтересованных в максимизации своей стоимости), позволяющее эффективно перераспределить ресурсы и риски. Для превращения Москвы в финансовый центр необходимы инвесторы, доверяющие российским финансовым институтам, инфраструктуре и инструментам, а также эмитенты, готовые приходить в Москву (например, с *road show*) в поисках капитала и заинтересованные в максимизации собственной рыночной цены. Такими инвесторами в первую очередь могли бы стать локальные (т. е. российские) инвесторы, а эмитентами — российские компании.

Понятно, что эмитентам и инвесторам все равно, предложат ли им «дешевые» деньги и эффективные инструменты их местные или зарубежные финансовые центры. Тот внешний или внутренний финансовый рынок, который обеспечит местным компаниям более дешевое финансирование, а местным инвесторам более эффективные инструменты сохранения и преумножения капитала, а также позволит перераспределять ресурсы и риски более эффективно, тот и будет для них финансовым центром. Однако для создания в Москве мирового финансового центра на базе местных инвесторов и эмитентов не надо закрывать им доступ или защищать от внешнего финансового рынка. Необходимо, во-первых, увеличить доверие локальных инвесторов к инвестициям на российском финансовом рынке, ведь если локальному финансовому рынку не доверяют местные граждане, то мировым финансовым центром ему не стать, а во-вторых, мотивировать местные компании повышать свою рыночную стоимость.

ДОВЕРИЕ

По данным исследования РЭШ и *Citigold*⁵ более половины обеспеченных россиян⁶ хранят 90–100% своих ликвидных активов на депозитах, а 30% обеспеченных людей инвестируют около 75% средств за рубежом. И только у каждого 7-го локальные инвестиции составляют 70–75% инвестиционного портфеля. Даже эти наиболее финансово грамотные представители населения не доверяют российскому финансовому рынку, и особенно рискованным инструментам. Что

уж говорить обо всем населении, считающем фондовый рынок аналогом казино.

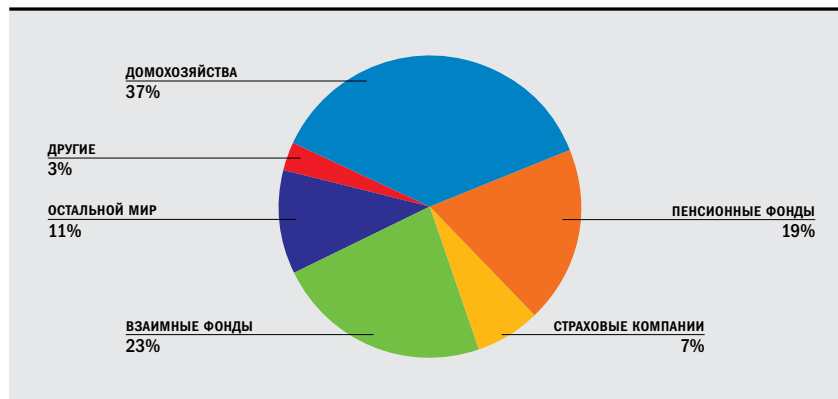
При этом сбережения у россиян есть (во время сдерживаемой Центральным банком девальвации рубля, происшедшей с сентября 2008 г. по февраль 2009 г., население потратило на покупку наличной валюты около 60 млрд долл.)⁷, не хватает доверия к финансовой системе. Нехватка доверия не позволяет «вытащить из-под подушек» на финансовый рынок избыточные и непродуктивные для экономики сбережения. Именно из-за де-

бизнес-образование, которое в России серьезно отстает по актуальности от западных аналогов).

СНИЖЕНИЕ КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ

Менеджеры компаний, выходящих на финансовый рынок для привлечения ресурсов, должны соблюдать права инвесторов и быть мотивированными максимизировать рыночную капитализацию для акционеров. Однако в России —

Рисунок 3. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В США В 1 КВАРТАЛЕ 2009 Г.



Источник: Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States.

фицита доверия население предпочитает хранить деньги на депозитах, в валюте и недвижимости, игнорируя другие способы сбережения богатства.

Для повышения доверия населения и бизнеса к российскому финансовому рынку власти должны:

1. постепенно перейти к политике плавающего курса рубля (в этом случае спекулировать против рубля станет значительно рискованнее, а номинальные процентные ставки не будут систематически ниже уровня инфляции);
2. работать над стандартами раскрытия информации всеми участниками финансового рынка;
3. защищать интересы миноритарных акционеров и кредиторов (представление властей о миноритариях как спекулянтах, а о кредиторах — как «корпоративных эгоистах», должно уйти в прошлое);
4. способствовать повышению финансовой грамотности (для этого необходимо развивать финансовое и

стране высокой концентрации собственности — этого не происходит, менеджмент и крупные собственники чаще всего не мотивированы повышать стоимость своих компаний, так как имеют другие способы извлечения денежных потоков.

Согласно исследованию ИК «Тройка Диалог», государство владеет 32% акций российских эмитентов, крупные предприниматели и менеджеры — 27%, а доля акций в свободном обращении составляет 28% (*free float*). Доля компаний, контролируемых государством, составляет 54% капитализации рынка, а доля компаний, контролируемых крупными предпринимателями, менеджерами или несколькими крупными, не связанными друг с другом акционерами, составляет 46%⁸. Для сравнения: в США, как видно из рис. 3, около 60% акционерной собственности приходится на институциональных инвесторов (фонды, банки, страховые компании). При этом собственность чрезвычайно дисперсная: так, например, самыми крупными акционерами американской нефтяной компании *Exxon Mobile* являются индекс-

⁵ Исследование сегмента обеспеченных россиян (*Mass Affluent*) в контексте глобального финансово-экономического кризиса // Российская экономическая школа (РЭШ) и *Citigold*, апрель 2009.

⁶ Согласно исследованию РЭШ и *Citigold*, «обеспеченные люди располагают свободными денежными средствами от 1,3 до 13 млн руб. в наличной форме, на депозитах, в форме инвестиций в ценные бумаги, в паевые инвестиционные фонды и т. д. Обеспеченные россияне составляют только 0,8% населения страны, но на них приходится 40% всех депозитов и 70% всех вложений в ПИФы».

⁷ <http://cbr.ru/> — сайт Банка России.

⁸ Стратегия. Ежемесячный обзор. Русские возвращаются // «Тройка Диалог», август 2009.



ные фонды *Barclays Global Investors* с 4,47%-ной долей, а крупнейшие акционеры *ConocoPhillips* — опять же *Barclays Global Investors* с 5%-ной и *Berkshire Hathaway* Уоррена Баффета с 4,35%-ной долями.

Нетрудно понять, что в России максимизация стоимости компаний интересна только миноритарным акционерам, не имеющим контроля над менеджментом и денежными потоками. Для государства максимизация стоимости — лишь дело престижа, так как контролируемые компании оно продавать не планирует, а при вложении свободных денежных потоков менеджмент государственных компаний руководствуется не экономической целесообразностью, а стратегическими задачами (на дивиденды при этом денежного потока практически не остается). Крупные предприниматели и менеджеры — владельцы «заводов, газет, пароходов» — интересуются стоимостью своих компаний лишь в случае, если им грозит *margin call*, или для удовлетворения своего самодлюбия более высоким местом в рейтинге *Forbes*, ведь продавать свои компании они тоже не планируют. Более того, никто из вышеперечисленных не будет использовать дивиденды как основной способ вывода денежных потоков из контролируемых компаний, ведь ими нужно делиться с миноритарными акционерами. При этом от незаконных или не вполне законных практик вывода средств из компаний миноритариев не защищают никакие стандарты корпоративного управления: ни государство в составе собственников, ни независимые иностранные директора, ни наличие у компании известного аудито-

ра или иностранного листинга в форме *ADR/GDR*⁹.

Мотивировать компании платить дивиденды и заботиться о максимизации своей стоимости может только повышение дисперсности собственности. При низкой концентрации собственности, во-первых, менеджмент, в случае его оппортунистического поведения, может быть заменен решением собрания акционеров, а во-вторых, компания может стать объектом поглощения на фондовом рынке, если ее цена отклонится от справедливого уровня. Как снизить концентрацию собственности? Для начала власти не должны помогать «*too big to fail*» предпринимателям сохранять контроль над крупнейшими компаниями страны, рефинансируя их долги, взятые под залог акций этих компаний в западных банках, при наступлении *margin calls* по ним. Кроме того, власти должны остановить процесс национализации активов и даже провести приватизацию и разделение ряда крупнейших монополий, реализовать на открытых аукционах оказавшиеся у них в залоге акции крупнейших компаний, пополнив тем самым бюджет.

РЕЗЮМЕ

Для превращения Москвы в мировой финансовый центр необходим не только комплекс инфраструктурных и правовых изменений на финансовом рынке. Требуется изменить макроэкономическую политику, стимулировать доверие россиян к финансовому рынку и не способствовать высокой концентрации собственности.

Только в случае постепенной реализации этих планов у финансового центра *Moscow City* сохранится шанс не затеряться среди лондонских районов *City* и *Canary Wharf*, небоскребов *Wall Street*, парижского района *La Defense* и быстрорастущих Шанхая и Бомбея. ■

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., утверждена Распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.
2. Постановление Правительства Москвы от 19 мая 2009 г. № 445-ПП «О Концепции развития города Москвы как национального и международного центра финансовых услуг».
3. Исследование сегмента обеспеченных россиян (*Mass Affluent*) в контексте глобального финансово-экономического кризиса // Российская экономическая школа (РЭШ) и *Citigold*, апрель 2009.
4. *Maxim Mironov. Cash Flow Diversion and Corporate Governance: Evidence from Russia, Chicago Graduate School of Business, November 7, 2008.*
5. Стратегия. Ежемесячный обзор. «Русские возвращаются» // ИК «Тройка Диалог», август 2009.
6. *Overarching ambition / Financial Times Friday July 24, 2009.*
7. *The Financial Development Report 2008 // World Economic Forum.*
8. *The Global Financial Centres Index 5 // Z/Yen Group and the City of London, March 2009.*

⁹ *Maxim Mironov, Cash Flow Diversion and Corporate Governance: Evidence from Russia, Chicago Graduate School of Business, November 7, 2008.*

НОВОСТИ НДЦ

Осуществлена государственная регистрация ЗАО НДЦ

10 августа 2009 г. завершен процесс реорганизации Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» в форме преобразования в Закрытое акционерное общество «Национальный депозитарный центр». Реквизиты Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр»:

Полное наименование на русском языке	Закрытое акционерное общество «Национальный депозитарный центр»
Сокращенное наименование на русском языке	ЗАО НДЦ
Полное наименование на английском языке	«The National Depository Center» (Closed Joint Stock Company)
Сокращенное наименование на английском языке	NDC
Место нахождения	г. Москва, Средний Кисловский переулок, д. 1/13, стр. 4
Почтовый адрес	105062, г. Москва, ул. Машкова, д. 13, стр. 1
Основной государственный регистрационный номер (ОГРН)	1097799013256
Дата регистрации	10 августа 2009 г.
Наименование регистрирующего органа	Управление Федеральной налоговой службы по г. Москве
ИНН	7703394070
КПП	770301001

Закрытое акционерное общество «Национальный депозитарный центр» является универсальным правопреемником Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» по всем правам и обязательствам Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» в соответствии с решением Общего собрания Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» (протокол № 2 от 28 апреля 2009 г.) и утвержденным передаточным актом.