

Институциональные трансформации как необходимый элемент повышения конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг

© 2009 В.А. Семененко

Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева

Статья посвящена критическому анализу состояния института рынка ценных бумаг в России. Цель данной работы - понять, как российский рынок ценных бумаг может интегрироваться с глобальными инвестиционными процессами и какие институциональные трансформации должны произойти, чтобы повысить конкурентоспособность России среди мировых финансовых центров.

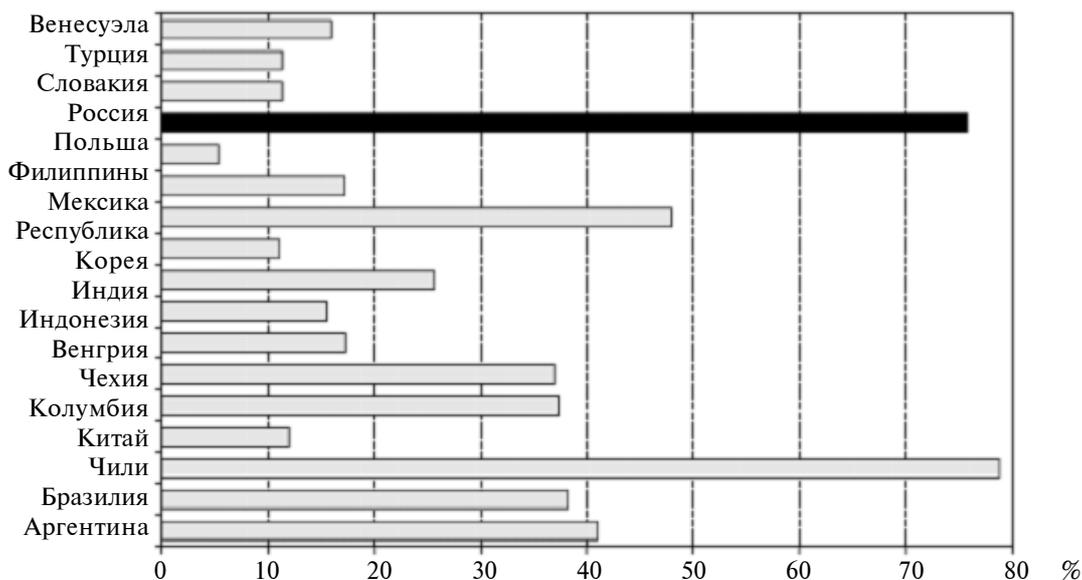
Ключевые слова: рынок ценных бумаг, глобальные и инвестиционные процессы, институциональные трансформации.

Становление Москвы как одного из главных финансовых центров мира является стратегической задачей, поставленной Правительством Российской Федерации и выраженной в “Докладе о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу” ФСФР России. В данной статье автор выражает свой взгляд на развитие рынка ценных бумаг в России, на достижимость цели создания в Москве ведущего финансового центра и на то, какие меры должны быть предприняты для развития рынка ценных бумаг в РФ. Цель настоящей работы - понять, как российский рынок ценных бумаг может интегрироваться с глобальными инвестиционными процессами и какие институциональные трансформации должны произойти, чтобы Россия оказалась не на периферии, а в центре мировых финансовых рынков.

Для достижения поставленной цели мы попробуем определить, какие задачи должны быть решены Россией на глобальном рынке ценных бумаг и как сделать российский рынок ценных бумаг конкурентоспособным в мировом масштабе.

Сегодня на российском финансовом рынке сложилась ситуация, когда многие российские компании предпочитают размещать свои акции в виде депозитарных расписок на иностранных биржах, но не в России. Сам факт того, что российские компании выходят на иностранные биржи, является позитивным, ведь таким образом они получают доступ к иностранному капиталу. Однако для страны предпочтительней, чтобы эмиссия происходила в больших количествах и внутри нее, что не противоречит цели привлечения иностранных инвестиций, с одной стороны, но создает дополнительные блага - с другой.

О том, что западные площадки являются для отечественных компаний более предпочтительны-



**Рис. Доля АДР в пакетах акций компаний из развивающихся рынков
в портфелях взаимных фондов США**

Источник. Aggarwal R., Dahiya S., Klapper L. American Depositary Receipts (ADR) Holdings of U.S. Based Emerging Market Funds // World Bank Policy Research Working Paper. 3538. March 2005.

ми, свидетельствуют результаты исследования специалистами Всемирного банка зарубежных активов 111 американских взаимных фондов (см. рисунок). В портфелях ценных бумаг российских компаний, находящихся у взаимных фондов США, 3/4 приходится на депозитарные расписки. В России данный показатель значительно выше, чем на других развивающихся рынках, что позволяет говорить о недостаточном доверии крупных иностранных инвесторов к фондовому рынку России¹.

Подобная ситуация может быть объяснена рядом причин:

- слабые возможности российских инвесторов и, как следствие, низкий спрос на акции эмитента в России;
- недоверие иностранного инвестора к России, как к стране, где его собственность защищена и неприкосновенна;
- несовершенство налогового законодательства;
- политические риски;
- наличие фактора неэффективности рынка ценных бумаг в России.

По мнению автора, основные причины, по которым нерезиденты предпочитают быть совладельцами российских АО преимущественно через депозитарные расписки, связаны с недоверием инвесторов к возможностям защиты их прав собственности на территории Российской Федерации. В данной ситуации, по мнению автора, государство должно решить две основные задачи:

1) повысить уровень мобилизации частных сбережений населения;

2) создать такие условия для иностранных инвесторов, чтобы они не боялись осуществлять инвестиции в российские компании, в том числе напрямую, минуя такой инструмент, как депозитарная расписка.

Решение этих двух задач очень важно не только для изменения соотношения между размещением эмиссий за границей и в России. Мобилизация частных капиталов приведет к качественному экономическому росту национальной экономики, а укрепление института собственности привлечет иностранные инвестиции в реальный сектор экономики.

Еще одной важной задачей государства должно стать повышение конкурентоспособности российских бирж. Дело в том, что биржа - это бизнес по предоставлению услуг организатора торгов, или услуг посредника. И с этой точки зрения, как и в любом другом бизнесе, бирже очень важно иметь конкурентные преимущества. Следует отметить, что биржа как организация за последнее десятилетие

изменила свою коммерческую природу. Изначально биржа являлась некоммерческим институтом, не предназначенным для получения прибыли. Биржа создавалась профессиональными участниками рынка для формирования организованного, цивилизованного рынка. Комиссия и прочие платежи, получаемые биржей от участников торгов, первоначально не рассматривались как источник дохода, а лишь как компенсация издержек на организацию торгов. Сейчас ситуация в корне изменилась: многие мировые биржи не соответствуют некоммерческой концепции и являются по своей сути доходным бизнесом. При этом с развитием современных технологий, позволяющих организовать межконтинентальные торговые сессии, конкуренция между биржами особенно обострилась. Конкуренция имеет место между американскими и европейскими биржами, между двумя-тремя национальными торговыми площадками и т.д. Налицо резкий всплеск сделок по слиянию и поглощению на рынке предоставления биржевых услуг.

Борьба за эмитента сегодня, в эпоху глобализации, является весьма острой. Тенденция такова: старые финансовые центры заметно теряют свои позиции на рынке IPO, в то время как новые их наращивают. С 2002 г. доля Нью-Йорка на мировом рынке IPO сократилась в 10 раз - с 60 до 6%. Причиной этого стало введение в 2002 г. закона Сарбейнса-Оксли, выдвигающего очень строгие требования к эмитентам, размещающим депозитарные расписки на свои акции в Нью-Йорке. Тем самым конгресс США пытался вернуть доверие инвесторов, утраченное после краха корпораций Enron и WorldCom. Но вместо этого эмитенты стали выбирать другие площадки, и в первую очередь Лондон². По мнению аналитиков, совокупные издержки на эмиссию в Лондоне в 2 раза ниже, чем в Нью-Йорке. Это привело к тому, что многие компании проводят делистинг своих акций на американских площадках. Так поступили компании E.ON, Danone, British Airways и Telenor. Среди российских компаний с NYSE ушла "Татнефть".

Становление Лондона как мировой финансовой столицы - это не единственная тенденция. В 2007 г. произошло знаковое событие - Гонконгская биржа обошла по объемам оборота Нью-Йоркскую биржу (NYSE) и вышла на второе место в мире после Лондона по оборотам. Фондовые рынки юго-восточной Азии растут очень быстрыми темпами. Уже сейчас они могут соперничать с европейскими и американскими биржами по ликвидности и уровню развития инфраструктуры. Соответственно, они становятся привлекательными для эмитентов, в том числе и для российских. Планировалось, что в

¹ *Абрамов А.* Проблемы конкурентоспособности российского фондового рынка // *Вопр. экономики.* 2005. □ 12. С. 48.

² *Логвинов М.* Война песочниц // *Компания.* 2007. □ 32. С. 50-52.

2008 г. в Гонконге должно было состояться первое в истории IPO российской компании на азиатских рынках. Официально о планах выхода в 2008 г. на Шанхайскую биржу объявлял «Газпром». Из-за глобального финансового кризиса эти планы были отложены, но не отменены. На сегодняшний день стоимость размещения выпуска акций на Гонконгской бирже составляет около 3% от объема размещения, в то время как на Лондонской бирже 7-8%³.

Азиатское направление не единственное среди новых финансовых центров. Растет привлекательность ближневосточных рынков и, в частности, Дубая. В Дубае удобный для многих часовой пояс, а самое главное - там сосредоточены огромные инвестиционные ресурсы - нефтедоллары стран Персидского залива. В некоторой перспективе интересными станут рынки Латинской Америки.

Россия тоже предпринимает шаги по увеличению роли Москвы как финансового центра. В 2008 г. начала разворачиваться программа РДР (Российских депозитарных расписок). РДР должна стать российским аналогом ADR и GDR. Задача этой программы - привлечь в Россию иностранных эмитентов. Пока не известно, кто из иностранцев будет размещать в России свои акции. Предполагается, что «первыми ласточками» должны стать те акционерные общества, которые работают в России, но являются иностранной собственностью. Планируется, что к 2012 г. доля иностранных ценных бумаг, торгуемых на российских биржах, составит 4%, а к 2020 г. - 12% оборота⁴.

Еще один очень привлекательный сегмент иностранных эмитентов - это компании из стран бывшего СССР. Если провести IPO в России, то для иностранной компании это будет относительно недорого (по сравнению с Лондоном или Шанхаем) и привлечь их на свой рынок удастся. Об этом говорит тот факт, что, например, украинские компании активно продвигают свои акции на Варшавской бирже. Россия является для Украины еще более важным торговым партнером, чем Польша. Поэтому при создании в Москве столь же привлекательных условий для эмиссии, какие существуют в Варшаве, выход украинских компаний на российские биржи останется вопросом времени.

Мы с оптимизмом смотрим на программу Российских депозитарных расписок, тем не менее, считаем, что в ближайшей перспективе Москва вряд ли станет крупным финансовым центром. На сегодняшний день не наблюдается предпосылок для того, чтобы компании из дальнего зарубежья размещали акции на российских биржах. По нашему мнению, для того чтобы Моск-

ва стала значимым финансовым центром, помимо желания правительства РФ, необходимо, чтобы выполнялось еще несколько условий, таких как:

- наличие существенных инвестиционных ресурсов внутри страны;
- защищенность инвестиций от бюрократических, политических и криминальных рисков;
- благоприятный налоговый климат;
- низкие издержки на размещение ценных бумаг;
- развитая инфраструктура рынка ценных бумаг.

Приведенные выше условия относятся к разным категориям. Про первые два условия мы уже говорили выше. Они носят внешний по отношению к институту рынка ценных бумаг характер. Эти два фактора влияют не только на рынок ценных бумаг, но и на любые другие секторы экономики.

Благоприятное налоговое законодательство, не дискриминирующее права иностранных инвесторов, - это очень важный элемент хорошего инвестиционного климата. Налоговую систему можно рассматривать и как внешнюю, и как внутреннюю по отношению к институту рынка ценных бумаг. С одной стороны, налоговая политика, осуществляемая по отношению к инвесторам ценных бумаг, не может проводиться исключительно сама по себе, безотносительно ко всей экономике в целом, но, с другой стороны, в налоговой системе отдельно регламентируются некоторые виды получения прибыли с помощью инвестирования в ценные бумаги. Например, для нерезидентов Российской Федерации ставка налога на прибыль физических лиц составляет 15% от доходов, получаемых в виде дивидендов, в то время как для резидентов ставка составляет только 9% (Налоговый кодекс РФ, ст. \square 224).

Последние два отмеченных нами условия - низкие издержки на размещение и развитая рыночная инфраструктура - непосредственно относятся к институту рынка ценных бумаг.

В настоящий момент трудно оценить, сколько будет стоить размещение акций на российских торговых площадках через инструмент депозитарных расписок и, следовательно, насколько конкурентоспособными окажутся российские биржи. Однако уже сейчас возникает опасение, что сам процесс размещения может стать долгим и сложным. Многие эксперты придерживаются мнения, что провести IPO на российском рынке, даже для отечественной компании, - это долгий и дорогой процесс. Уровень бюрократической волокиты в России велик во всех областях и на рынке ценных бумаг в частности. Преодолеть бюрократические барьеры, сделать процедуру размещения простой, быстрой и недорогой - важная задача институционального преобразования российского рынка ценных бумаг.

³ Логвинов М. Указ. соч. С. 50-52.

⁴ Доклад о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу (проект к обсуждению с участниками рынка) / ФСФР. 2008.

Что касается инфраструктуры рынка, то ее состояние в России на сегодняшний день внушает оптимизм. У нас созданы и неплохо функционируют все необходимые элементы инфраструктуры, такие как депозитарии, клиринговые службы и т.д. Количество бирж по стране и их специализация - это тоже часть инфраструктуры рынка ценных бумаг. Мы считаем, что для того чтобы российские биржи стали конкурентоспособными в мировом масштабе, необходимо объединить ряд отечественных бирж в единую торговую систему. Сегодня в России существует слишком много бирж, что идет вразрез с мировой практикой. Например, в Москве их три - ММВБ, РТС и МФБ - это много. Помимо столичных, в России существуют и региональные биржи. По нашему мнению, в России должна остаться одна крупная национальная биржа в Москве с филиалами на Дальнем Востоке и в Сибири. При этом наличие филиалов будет являться элементом государственной политики по развитию удаленных от столицы регионов России. Действительно, крайне необходимо, чтобы частные инвесторы, проживающие, например, в Хабаровске, имели возможность принимать участие в торгах единой российской торговой системы не по московскому, а по местному времени. Это очень важно для такой большой страны, как Россия.

Нашу убежденность в том, что России необходима одна национальная биржа, основывается на констатации мировых тенденций. Сегодня во всем мире региональные биржи приходят в упадок и прекращают свое функционирование либо постепенно объединяются со столичными биржами в централизованные биржевые системы. Еще одним вариантом развития событий может стать специализация региональных бирж. Например, региональная биржа может стать площадкой для инновационных компаний. Так, в конце XX в. фондовые биржи в Альберте и Ванкувере (Канада) были слиты в Canadian Venture Exchange (биржу, специализирующуюся на акциях молодых компаний). Последняя, в свою очередь, в 2001 г. была поглощена Торонтской фондовой биржей (Toronto stock exchange).

Международной тенденцией является сокращение количества бирж и создание единых национальных торговых площадок. Например, в Италии в начале 1990-х гг. было десять фондовых бирж, а во Франции - семь. Сейчас в каждой стране осталось по одной национальной фондовой бирже - Italian Stock Exchange и Bourse de Paris, соответственно. Не так давно в Бразилии были объединены фондовые биржи двух крупнейших городов страны - Сан-Паулу и Рио-де-Жанейро. В Испании в 2001 г. началась интеграция столичной и региональных бирж (Мадрид, Барселона, Бильбао, Валенсия) в национальную фондовую биржу (с одновременным слиянием клиринговой, расчетной и депозитарной инфраструктуры). Даже если такие конкуренты, как Лондонская и Франкфуртская фондо-

вые биржи, стремились в последнее время определиться в необходимости слияния, то возможно прогнозировать, что интересы сохранения торговой активности на российском фондовом рынке, сопротивление перемещению операций с российскими бумагами за рубеж могут подтолкнуть ММВБ и РТС к объединению ресурсов. Различия и расхождения между этими биржами не так велики, как между Франкфуртом и Лондоном. Мы предполагаем, что слияние этих двух площадок создаст достаточные центроостремительные силы для дальнейшей интеграции российских бирж. Консолидировав все биржи в России, страна приобретает больше шансов привлечь иностранных эмитентов.

Анализируя условия, которые мы считаем необходимыми для финансового успеха отечественного рынка в деле привлечения иностранных эмитентов, мы пришли к выводу, что в ближайшей перспективе российскому рынку ценных бумаг perlu увеличить свое влияние на мировой арене. Тем не менее, для того чтобы Москва стала полноценным мировым финансовым центром, необходимо создать для этого соответствующие условия.

Говоря о задачах, которые стоят перед государством, надо отметить, что некоторые из задач, те, которые мы отнесли непосредственно к институту рынка ценных бумаг, решить не так сложно. Регулирование налогообложения в части дивидендной доходности, обеспечение простых и недорогих процедур размещения ценных бумаг и оптимизация рыночной инфраструктуры - это, своего рода, "точечные меры", касающиеся узкого спектра российской экономики и правовой системы.

Перед государством стоят и более сложные, комплексные задачи. Именно внешние по отношению к институту рынка ценных бумаг задачи, касающиеся инвестиционного климата в целом, являются наиболее важными и наиболее труднореализуемыми. Действительно, какой превосходной инфраструктурой ни обладал бы рынок ценных бумаг, как бы хорошо ни функционировали его институты, без развитой правовой системы и независимого суда не удастся обеспечить защищенность иностранных инвестиций в России, а следовательно, и их приток на фондовый рынок страны.

Исходя из всего вышесказанного, мы считаем, что целью России на глобальном инвестиционном рынке должно стать региональное доминирование в Восточной Европе и на территории бывшего СССР. При этом государство должно продолжить планомерные реформы правовой системы, судопроизводства, системы налогообложения и развитие реального сектора экономики. При положительном развитии событий, в случае успеха реформ, одним из результатов станет создание по-настоящему благоприятного инвестиционного климата в России. Тогда мы сможем ставить перед собой более амбициозные задачи, в частности становления Москвы как одного из крупнейших финансовых центров мира.