

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Данилов Ю.А., Дустова Е.А.**

**Мониторинг глобальной конкурентоспособности  
финансового рынка Российской Федерации  
и анализ мер по ее повышению**

**Москва 2016**

**Аннотация.** В работе рассматриваются вопросы глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков (финансовых центров), ее комплексной оценки применительно к России. Исследованы меры по повышению глобальной конкурентоспособности, реализуемые конкурентами России, сформулированы предложения по модернизации российской государственной политики на финансовом рынке

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Дустова Е.А., старший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 год.

## Содержание

Введение.....	4
Глава 1. Повышение значимости глобальной финансовой конкурентоспособности .....	5
1.1. Финансовая глобализация – понятие и периодизация.....	5
1.2. Формирование международных финансовых центров.....	7
1.3. Понятие глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков .....	11
Глава 2. Оценка глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации на основе существующих рейтингов национальных финансовых рынков .....	15
Глава 3. Оценка глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации на основе эндогенных параметров (параметров конкурентной силы) .....	22
3.1. Перечень используемых показателей и необходимые методические комментарии .....	22
3.2. Результаты расчетов .....	27
3.3. Выявление наиболее проблемных (с т.з. глобальной конкуренции) сегментов российского финансового рынка .....	34
Глава 4. Анализ мер, предпринимаемых основными конкурентами России на глобальном финансовом рынке в целях повышения конкурентоспособности своих финансовых рынков .....	38
4.1. Основные сведения о зарубежных программах повышения конкурентоспособности финансовых рынков и формирования МФЦ.....	38
4.2. Серия реформ регулирования финансового сектора Гонконга.....	41
4.3. Последовательная цепь реформ финансового рынка Китая .....	45
4.4. Последовательная цепь реформ финансового рынка Кореи .....	56
4.5. Индия. Программа «Сто малых шагов» (2009 год) и предшествующие реформы.....	60
Глава 5. Предложения по повышению глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации .....	65
5.1. Меры, реализованные в странах-конкурентах России, которые могут быть эффективно применены в России.....	65
5.2. Предложения по повышению глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации .....	75
Заключение .....	78
Список использованных источников .....	80

## **Введение**

Вопрос о глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков находится в центре современной международной повестки наиболее актуальных экономических дискуссий. В рамках финансового сектора процессы глобализации зашли наиболее далеко – фактически уже нельзя говорить о существовании сколь-нибудь автономных от мирового финансового рынка национальных финансовых рынков.

Кризис 2008 – 2009 гг. заметно актуализировал проблему конкуренции национальных финансовых рынков, вызвав к жизни, в том числе, рейтинги конкурентоспособности национальных финансовых рынков и международных финансовых центров. Теперь проблеме конкурентоспособности финансовых рынков (центров) уделяется значительно больше внимания – как на уровне экспертных обсуждений и научных работ, так и на уровне разработки национальных стратегий, нацеленных на повышение конкурентоспособности национальных финансовых рынков.

Актуальность проблемы оценки конкурентоспособности российского финансового рынка обусловлена тем, что в настоящее время не существует эффективного инструмента оценки конкурентоспособности российского финансового рынка на глобальном уровне. Существующие рейтинги национальных финансовых рынков и/или финансовых центров, являются оценками факторов, которые лежат в основе конкурентоспособности финансовых рынков и/или финансовых центров, но они не нацелены на оценку результатов конкуренции, т.е. позицию той или иной страны в рамках глобального финансового рынка. Мы предприняли попытку решить актуальную задачу формирования инструментария такой оценки, дополнить экзогенные оценки глобальной конкурентоспособности финансового рынка эндогенными параметрами, в т.ч. в целях выявления «слабых мест» национального финансового рынка.

Не менее актуальной является задача анализа действий прямых конкурентов России на мировом финансовом рынке, направленных на повышение конкурентоспособности своих финансовых рынков. Выявление из их арсенала мер, потенциально эффективных в современных российских условиях – задача, которая пока еще не ставилась российскими исследователями, по крайней мере, как комплексная задача.

В настоящей работе приведены результаты проведенного в рамках РАНХиГС исследования, позволяющие существенно расширить инструментарий государственной политики России на финансовом рынке, повысить ее эффективность.

## **Глава 1. Повышение значимости глобальной финансовой конкурентоспособности**

### **1.1. Финансовая глобализация – понятие и периодизация**

Важнейшей чертой современного финансового развития является глобализация. Финансовая глобализация не происходила синхронно с глобализацией товарных рынков. В период с 1910 г. по 1970 г. соотношение мировых прямых иностранных инвестиций и мирового ВВП снижалось с 9% до менее 5%. Однако после этого начался бурный рост данного показателя, который практически без торможений вырос до уровня 34% в 2007 году. В результате кризиса 2008 – 2009 гг. наблюдалось краткосрочное падение данного показателя до 27%, затем его рост возобновился, и в 2013 году он достиг 36%. Международные портфельные инвестиции в акции достигли в 2013 году 39% мировой капитализации [1, с. 48-50].

В современной литературе нет единого мнения по вопросу о причинах и побудительных толчках финансовой глобализации. Российская литература зачастую в качестве причин финансовой глобализации указывает лишь на либерализацию валютного регулирования и внедрение в практику совершения финансовых операций электронных средств в 90-е годы XX века [2, с. 36], либо на объективно более существенный рубеж упразднения контроля над движением капитала в 1974 г. в США и в 1979 г. в Великобритании [3, с. 28], хотя в отдельных работах указывались и более отдаленные события, а также более сложный характер влияния режима валютного регулирования на трансграничные потоки капитала. Иностранные источники приводят намного более полный перечень событий, повлиявших на развитие процессов финансовой глобализации, при этом отдельные авторы указывают на 1945 год, как на момент начала сокращения барьеров для международной инвестиционной деятельности [4]. Суммируя и обобщая все эти (а также многие другие) источники, а также используя те обобщения и количественные оценки проводившихся ограничительных мер и, напротив, мер по открытию национальных рынков, которые были предложены в работе [5], можно

предложить следующую периодизацию событий, ставших факторами развертывания финансовой глобализации:

1) 1945 – 1973 гг. Факторы: а) ослабление валютного контроля в ряде развитых стран, в первую очередь, в Великобритании в 1958 г.; б) возникновение регуляторного арбитража (введенные в 1963 г. в США ограничения на привлечение капитала иностранными заемщиками и на прямые инвестиции за пределы США в 1968 г., а также введенный в 1963 г. в США уравнивающий налог на процентные доходы контрастировали с лучшими условиями инвестирования в Великобритании, а затем и в других странах Европы), приведшего к концентрации больших объемов долларов в европейских банках и ставшего толчком к формированию рынка евродолларов и рынка еврооблигаций.

2) 1973 – конец 1980-х годов. События и факторы: а) создание SWIFT в 1973 г.; б) упразднение контроля над движением капитала (США, 1974; Великобритания, 1979; другие европейские страны и Япония, 1980 – 1989); в) создание рынка американских депозитарных расписок, а затем глобальных и прочих депозитарных расписок; г) разработка и внедрение единых мировых стандартов финансового регулирования и надзора через функционирование наднациональных объединений национальных регуляторов (ИОСКО, БМР и др.).

3) 1990-е годы. События и факторы: а) завершение процесса устранения валютных ограничений в развитых странах; б) начало процесса валютной либерализации в развивающихся странах, и частичный регресс в этом процессе в 1997 – 1999 гг.; в) внедрение первой электронной торговой системы NASDAQ (1997 г.); г) глобальное вытеснение электронными банковскими расчетами всех других форм банковских расчетов; д) создание европейского валютного союза; е) вытеснение из финансового оборота документарных ценных бумаг; ж) создание первых межнациональных альтернативных торговых систем (ATS).

4) 2000 г. – настоящее время. События и факторы:

а) возобновление и ускорение процесса валютной либерализации в развивающихся странах;

б) начало активного процесса глобальных слияний фондовых бирж (Euronext – 2000 г.; затем, после формирования многочисленных межнациональных альтернативных торговых систем (ATS), - использование глобальных слияний как одного из основных инструментов конкурентной борьбы бирж с ATS);

в) создание единых торговых систем фондовыми биржами разных стран;

г) вытеснение электронными торговыми системами классических систем биржевой торговли;

д) создание глобальных электронных систем междепозитарного взаимодействия;

е) создание систем прямого доступа для инвесторов, внедрение интернет-трейдинга;

ж) либерализация доступа на рынок для иностранных инвесторов и для физических лиц в КНР;

з) появление элементов глобального финансового регулирования и надзора в результате деятельности «Группы 20».

Проанализировав все события и факторы, способствовавшие финансовой глобализации, можно сделать вывод о том, что они классифицируются по трем группам:

- юридические (в первую очередь меры по либерализации валютного регулирования, а также меры по либерализации доступа иностранных инвесторов, иностранных финансовых посредников и иностранных ценных бумаг);

- технологические (в первую очередь внедрение электронных средств проведения финансовых операций, заключения и исполнения сделок, систем прямого доступа для инвесторов);

- организационные (объединение торговых систем; создание глобальных систем междепозитарного взаимодействия; единые принципы регулирования и надзора и т.д.).

В условиях глобализации мировой экономики ключевым фактором национальной экономической динамики, роста национального богатства и повышения качества жизни населения страны становится национальная конкурентоспособность. Уровень конкурентоспособности особенно важен для национальных финансовых рынков, так как уровень глобализации в финансовом секторе в настоящее время несравнимо выше, чем в других секторах мировой социально-экономической системы.

## **1.2. Формирование международных финансовых центров**

Конкуренция в финансовой сфере ведет к концентрации финансовых ресурсов и финансовых операций в ограниченном круге наиболее крупных финансовых центров, становящихся ядром мирового финансового рынка.

Формирование финансовых центров различной иерархии является характерной чертой современного развития мировой финансовой системы. Уровень глобализации

современной финансовой системы обуславливает международный характер ресурсов и операций в таких центрах, вследствие чего современные финансовые центры все чаще называются международными финансовыми центрами (МФЦ).

В работе [6, с. 186] впервые в российской экономической литературе было предложено определение МФЦ через его основные признаки:

1. Концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала;
2. Концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг), с существенной долей услуг, предоставляемых посредниками, действующими на глобальном рынке, эффективная инфраструктура;
3. Концентрация инструментов (концентрация инвестиционного предложения), с существенной долей инструментов, предлагаемых иностранными институтами.

Важнейшим признаком среди перечисленных назывался высокий уровень концентрации инвестиционного спроса, т.е. сосредоточение большого объема капитала, используемого и готового к инвестированию в рамках финансового центра. Концентрация капитала означает отток его из других стран, попадающих в зону притяжения финансового центра, что ведет к появлению в рамках финансового центра дополнительных возможностей по перераспределению в свою пользу мирового богатства.

Данные признаки МФЦ впоследствии были использованы в расширенном варианте в [7], а также в ряде научных работ. В работе [8] были собраны определения МФЦ, данные в иностранной литературе [8, С. 7 – 8]. Следует отметить, что данные определения в основном связаны с представлением о финансовом центре, ассоциируемом с отдельным городом (городами). Данный подход закреплен в методике рейтингования финансовых центров, используемой Z/Yen Group Limited. В теоретическом плане этот подход имеет определенные источники в теории кластеров, на что справедливо указано в работе [8].

Однако существует и иной подход, ассоциирующий понятие МФЦ в большей мере с национальным финансовым рынком, и лишь в определенных аспектах – с городом (городами), которых расположены офисы компаний и основная инфраструктура финансового рынка. На наш взгляд, он более справедлив, так как внутренне присущие финансовому центру признаки конструируются в большинстве своем на национальном уровне. Законодательство и правоприменение, налоговый режим, макроэкономическая политика и открытость экономики и финансового рынка, структура сбережений населения, качество банковской системы, устойчивость национальной валюты и др. – все это относится к национальному уровню. Собственно, и сами авторы работы [8], называя

основные условия формирования МФЦ, из 18 предложенных условий такого рода [8, с. 10 - 26] (факторов успешности), используют, на наш взгляд, 11 факторов, относящихся исключительно к характеристиками национального уровня, 3 фактора, являющихся характеристиками города и 4 фактора, в которых общенациональные характеристики привязаны к тому или иному городу в связи с наличием в них географической составляющей.

Понимание МФЦ как страны лежит в основе двух других международно признанных рейтингов МФЦ (национальных финансовых рынков) – рейтинга Всемирного экономического форума и Индекса развития международных финансовых центров альянса Xinhua и Dow Jones.

МФЦ – форма существования конкурентоспособного национального финансового рынка (включая банковский сектор), в наибольшей степени адекватная для эпохи глобализации рынков капитала. Поэтому далее в настоящей работе мы не будем делать принципиального различия между понятиями МФЦ и «конкурентоспособный национальный финансовый рынок».

Предложенное выше определение МФЦ как центра концентрации инвестиционного спроса, инвестиционного предложения и финансовых посредников естественным образом отсылает к целому классу теорий (включая теорию кластеров), в рамках которых закономерности формирования того или иного центра описывается в терминах гравитационных моделей.

В ходе формирования МФЦ они в соответствии с гравитационной моделью притягивают капиталы из стран, не обладающими такими центрами, что ведет к резкому противопоставлению центров и их периферии: первые приобретают капиталы, инструменты и посредников, а вторые их теряют. Эмитенты, инвесторы и посредники получают вполне ощутимые преимущества от работы в рамках МФЦ, что предопределяет их отток из стран, национальные рынки которых не конкурентоспособны по сравнению с МФЦ.

Результатом этого становится обострение альтернативы: выбор между высокоразвитой национальной экономикой и слаборазвитой национальной экономикой при переходе к рассмотрению конкуренции между национальными финансовыми рынками превращается в выбор между формированием на основе развитого национального финансового рынка финансового центра мирового или регионального значения, и фактически исчезновением национального финансового рынка как такового.

Формирование крупного международного финансового центра в какой-либо стране приводит, как правило, к перераспределению в пользу этой страны не только инвестиционных потоков, но и занятости, по крайней мере, в финансовом секторе. Наиболее яркий пример перераспределения занятости в пользу страны с международным финансовым центром за счет стран, ставшими по отношению к этому центру периферией – рост занятости в Великобритании на фоне снижения занятости в ближайших европейских странах. В кредитных учреждениях большинства европейских стран занятость сокращается: с 1997 по 2003 г. она уменьшилась в Германии на 5,2%, в Бельгии - на 3,9, в Дании - на 4,2, в Италии - на 1,5, в Ирландии - на 5,3, в Швеции - на 8,6%, в целом по "старому" ЕС - на 1,6%. Примерно на том же уровне занятость осталась в Финляндии, Испании и Австрии. И только в Великобритании, на территории которой находится мировой финансовый центр - Лондон, она выросла на 8,8% (данные приводятся по [9]).

Такая тенденция может привести к тому, что в долгосрочной перспективе развивающихся финансовых рынков в мире не останется вообще. Останутся только развитые, ставшие глобальными финансовыми центрами, на которые перетекут операции с финансовыми активами резидентов стран с развивающимися ныне финансовыми рынками. Поэтому задача превращения национального финансового рынка в конкурентоспособный развитый рынок, функционирующий в форме МФЦ, - это одновременно и задача выживания национального финансового рынка.

Формирование глобальных финансовых центров и мировое лидерство национальной экономики – процессы, взаимно влияющие друг на друга. Совершенно очевидно, что повышение роли финансового сектора резко повысило значение финансовой конкурентоспособности страны. Сегодня проигрыш в конкуренции за глобальные капиталы неизбежно приведет к проигрышу в глобальной экономической и политической конкуренции. Поэтому в современных условиях финансовая конкуренция стран (конкуренция финансового регулирования, конкуренция инвестиционных климатов) столь же важна, как военная конкуренция стран и блоков 50 лет назад [10]. Капитал в условиях невозможности глобальной войны неизмеримо сильнее вооруженных сил.

### **1.3. Понятие глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков**

Понятие конкурентоспособности в экономической теории изначально подразумевало, прежде всего, конкуренцию стран на мировом рынке, и в этом плане оно неразрывно связано с современным термином «глобальная конкурентоспособность». Вплоть до самого последнего времени конкурентоспособность стран, так и иначе, увязывалась со структурой издержек, сложившейся в национальной экономике. Друг друга последовательно сменяли теории абсолютных преимуществ А.Смита, сравнительных преимуществ Д.Рикардо, обеспеченности факторами Э.Хекшера-Б.Олина.

В современной экономической мысли наблюдается отход от теорий сравнительных преимуществ, предполагающих определение конкурентоспособности стран через сравнение структуры издержек.

С одной стороны, М. Портер предложил новый подход, отражающий динамично развивающийся характер конкуренции, выходящей далеко за рамки издержек, не сводящейся только к ценовой конкуренции и основанный на теории инноваций. Он утверждает, что «Благополучие страны создается, а не наследуется. Оно не вырастает из природных богатств страны, ее трудового потенциала, процентных ставок или стоимости валюты, как настаивает классическая экономика» [11].

С другой стороны, П. Кругман предложил новую модель международной торговли, которая исходит из следующих предположений: существует экономия на масштабе (более крупные фирмы производят товар дешевле), существует монополистическая конкуренция (каждая фирма производит товар, слегка отличный от товара конкурентов), существует желание потребителей иметь широкий ассортимент товаров на выбор. При этом необходимо отметить, что Пол Кругман крайне негативно относится к использованию самого понятия национальной конкурентоспособности [12]. По его мнению, то, что политики и специалисты по изучению бизнеса называют конкурентоспособностью, на самом деле не что иное, как производительность. Этот взгляд вполне имеет право на существование. Анализ имеющихся определений конкурентоспособности показывает трудность определения этой концепции как таковой [13, с. 22].

В результате этих двух выдающихся научных результатов принципиально изменилось представление о глобальной конкуренции и, соответственно, о глобальной конкурентоспособности.

Термин «глобальная конкурентоспособность» в последние годы достаточно активно применяется по отношению к национальной экономике и по отношению к

национальному финансовому рынку, однако развернутых определений данного термина, как правило, не дается. Данный термин был активно воспринят и российским Правительством, однако, тоже без расшифровки, что именно под ним понимается. В международной практике термин «глобальная конкурентоспособность» (global competitiveness) наиболее активно применяется в рамках докладов «О глобальной конкурентоспособности», выпускаемых в течение уже 35 лет Всемирным экономическим форумом.

В докладе конкурентоспособность определяется как «множество институтов, политик, факторов, предопределяющих уровень производительности страны. В свою очередь, уровень производительности устанавливает уровень процветания, который может быть достигнут экономикой. Уровень производительности также предопределяет ставки доходности инвестиций в экономике, которые, в свою очередь, выступают фундаментальными драйверами экономического роста. Другими словами, более конкурентоспособная экономика – та, которая с большой вероятностью растет быстрее других за определенный период времени» [14, с. 4].

Однако, вопреки позиции авторов данного доклада, независимыми исследователями были статистически опровергнуты некоторые из вышеприведенных рассуждений. Так, в реальности не наблюдается статистически значимой взаимосвязи между рейтингами глобальной конкурентоспособности (GCI) и показателями прироста ВВП. Аналогично, не наблюдалось какой-либо взаимосвязи между рейтингами GCI и показателями инвестиционной активности, исчисленными как доля ВВП: притоком прямых иностранных инвестиций по отношению к ВВП и долей валовых инвестиций в ВВП [15].

Оценка глобальной конкурентоспособности в докладе «О глобальной конкурентоспособности» опирается на 12 «столпов» конкурентоспособности:

1. Институты
2. Инфраструктура
3. Макроэкономические условия
4. Здоровье и начальное образование
5. Высшее образование и профессиональная подготовка
6. Эффективность товарных рынков
7. Эффективность рынков труда
8. Развитие финансовых рынков
9. Технологическая готовность (подготовленность)

10. Размер рынка
11. «Продвинутость» бизнеса (Business sophistication)
12. Инновации

Эти 12 «столпов» объединены в три субиндекса:

- «базовых требований» (включает столпы с 1 по 4);
- «усилителей эффективности» (с 5 по 10);
- «факторы инновационности и продвинутости» (11 и 12).

Расчет индексов глобальной конкурентоспособности для различных стран проводится с учетом их стадии развития – в зависимости от стадии развития определяются веса для трех субиндексов. Стадии развития различаются в соответствии с показателем валового внутреннего продукта на душу населения: к первой стадии развития относятся страны с ВВП на душу населения менее 2000 долл.; ко второй стадии развития – страны с ВВП на душу населения от 3000 долл. до 8999 долл.; к третьей стадии развития – страны с ВВП на душу населения свыше 17000 долл. Страны с прочими значениями ВВП на душу населения находятся в рамках перехода между стадиями.

Как можно заметить, деление на стадии развития и соответствующие им ведущие субиндексы близко к предложенной М.Портером классификации стадий развития стран.

Близкий по смыслу термин «мировая конкурентоспособность» применяется Институтом развития менеджмента (International Institute for Management Development, IMD) при составлении ежегодных рейтингов мировой конкурентоспособности. Этот термин понимается как способность стран создавать и поддерживать условия, в которых предприятия могут конкурировать (ability of nations to create and maintain an environment in which enterprises can compete) [16].

Эти национальные условия определяются, по мнению составителей рейтингов мировой конкурентоспособности, 4-мя главными факторами:

- производительность экономики;
- эффективность государственного управления;
- эффективность бизнеса;
- инфраструктура.

Другие определения глобальной конкурентоспособности содержательно в целом совпадают с подходами Всемирного экономического форума и Института развития менеджмента. Комиссия по вопросам конкурентоспособности при Президенте США дает следующее определение: «Способность страны в рамках свободных и справедливых рыночных условий производить товары и услуги, способные соответствовать требованиям

международного рынка» [17]. Определение Организации по экономическому сотрудничеству и развитию: «Поддержка способности компаний, предприятий, регионов, стран и наднациональных регионов, сохранять, будучи открытыми для международной конкуренции, относительно высокий уровень показателей дохода и занятости населения» [18].

Понятие глобальной (или мировой) конкурентоспособности может относиться как к национальной экономике в целом, так и к отдельным секторам этой экономики, в том числе финансовому сектору. Далее в настоящей работе мы будем использовать понятие глобальной конкурентоспособности прежде всего применительно к финансовому рынку, что находит свое отражение в применяемом нами термине «глобальная конкурентоспособность национального финансового рынка», или «глобальная финансовая конкурентоспособность».

К настоящему времени общепринятое понимание глобальной конкурентоспособности национального финансового сектора пока еще не сложилось. Я.Миркин понимает ее следующим образом: «Конкурентоспособность национального финансового сектора — его способность в сравнении с другими странами привлекать и перераспределять внешние и внутренние денежные ресурсы на цели развития с минимальными издержками и рисками, формировать центры концентрации ликвидности и финансового посредничества, являющиеся каналами экономического влияния, экспортировать финансовые услуги и продукты, обеспечивать использование национальной валюты в международном финансовом обороте» [19, с. 276]. Такое определение глобальной конкурентоспособности национального финансового сектора (финансового центра) достаточно близко и к нашим представлениям.

Исходя из простого этимологического анализа слова «конкурентоспособность» следует заключить, что оно означает способность к ведению конкуренции. Исходя из этого подход к оценке конкурентоспособности, основанный на анализе факторов, которые могут лежать в основе силы участника конкуренции, совершенно оправдан. В этом плане попытки оценить возможности участника конкуренции вести конкурентную борьбу через индексы конкурентоспособности представляются вполне адекватными. Вместе с тем все оценки способности к конкуренции могут и должны дополняться оценками итогов конкурентной борьбы, т.е. оценками «постфактум». В этом случае мы получим комплексный анализ конкурентоспособности, включающий как анализ предпосылок к участию в конкуренции, так и анализ результатов конкуренции в виде оценок долей рынка и других «эндогенных» показателей.

Движение в сторону более комплексного анализа конкурентоспособности позволит, на наш взгляд, преодолеть смешение понятий «конкурентоспособность» и «производительность», которое, на взгляд ряда авторитетных экспертов (например, Пола Кругмана – см. выше), свойственно для сегодняшней трактовки понятия «конкурентоспособность».

С учетом этих замечаний мы можем так определить понятие глобальной конкурентоспособности применительно к целям настоящей работы: глобальная конкурентоспособность финансового рынка Российской Федерации – это характеристика его конкурентной силы в конкурентной борьбе на глобальном рынке капитала, описываемая как оценками факторов, предопределяющих его способности к ведению конкурентной борьбы на глобальном рынке, так и оценками результатов этой конкуренции, прежде всего долей на глобальном рынке капитала.

## **Глава 2. Оценка глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации на основе существующих рейтингов национальных финансовых рынков**

Рейтинги национальных финансовых рынков или финансовых центров – относительно новый вид рейтинговых продуктов, появившийся одновременно с анонсированием рядом стран цели превращения своего национального финансового рынка в международный финансовый центр. Первым рейтингом такого рода стал Индекс глобальных финансовых центров (GFCI), разработанный компанией Z/Yen Group Limited по заказу Лондонского Сити. Впоследствии данный индекс (рейтинг) рассчитывался компанией Z/Yen Group Limited самостоятельно, в последние годы – при спонсорской поддержке The Qatar Financial Centre Authority. Аналогичные продукты развивают также Всемирный экономический форум (The Financial Development Report, первый доклад был представлен по итогам 2008 года) и альянс Xinhua и Dow Jones (International Financial Centers Development Index, презентован в 2010 году).

Существующие рейтинги (рэнкинги) национальных финансовых рынков и/или финансовых центров строятся по примерно одинаковой методологии. При их построении используются как объективные индикаторы, так и результаты опроса инвесторов и предпринимателей, действующих в различных странах мира. Объективные индикаторы, как правило, взвешиваются и группируются в рамках от одной до трех иерархий, в

результате чего получаются рейтинги по всем выделенным направлениям анализа. Перечень объективных индикаторов, используемых при построении рейтингов (индексов), также в значительной мере совпадает. Поэтому принципиально данные рейтинги в значительной мере дублируют друг друга. Различия в них формируются в основном вследствие различия весов, придаваемых одним и тем же показателям (группам показателей), при этом такие различия по факту оказываются в некоторой степени связаны с национальной принадлежностью (либо с территориальным базированием) составителя того или иного рейтинга.

Существующие рейтинги являются, прежде всего, оценками качества тех факторов, которые лежат в основе конкурентоспособности финансовых рынков и/или финансовых центров. В теоретическом плане такие факторы в значительной мере определяют текущие и особенно перспективные роль и место национальных финансовых рынков (финансовых центров) в мировой финансовой системе. Однако в целом они не нацелены на решение задачи оценить текущую роль (позицию) той или иной страны (того или иного финансового центра) в рамках существующего глобального финансового рынка. Факторы, анализируемые вышеприведенными рейтингами, можно охарактеризовать как экзогенные по отношению к конкуренции, в которой участвует национальная финансовая система (национальный финансовый рынок), в то время как эндогенные факторы остаются вне зоны анализа данных рейтингов.

#### ***Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/Yen Group Limited***

Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) впервые был опубликован в марте 2007 года и продолжает с тех пор публиковаться с периодичностью раз в полгода [20].

Данный индекс рассчитывается по т.н. «модели факторов оценки», которая сочетает рейтинги и ранкинги стран по отдельным формализованным показателям (первая группа факторов «инструментальные факторы») с оценками специалистов финансовых организаций, выявленных в результате их ответов на вопросы, сформулированные организаторами исследования (вторая группа факторов - «оценки финансовых центров» - financial centre assessments).

В рамках инструментальных факторов анализируются следующие аспекты конкурентоспособности:

- условия ведения бизнеса (Business Environment);
- развитие финансового сектора (Financial Sector Development);
- инфраструктура (Infrastructure);
- человеческий капитал (Human Capital);

- репутация и другие общие факторы конкурентоспособности (Reputational & General Factors).

Индекс глобальных финансовых центров оценивает конкурентоспособность отдельных финансовых центров, описываемых как отдельные города. В данном рейтинге из российских финансовых центров присутствуют Москва (с самого первого рейтинга, т.е. с марта 2007 года) и Санкт-Петербург (с сентября 2009 года). Изменение мест Москвы и Санкт-Петербурга, а также финансовых центров развивающегося мира, являющихся основными конкурентами России на мировом финансовом рынке, в данном рейтинге приведено в таблице 1.

Таблица 1 - Места ряда финансовых центров развивающихся рынков в рейтингах Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/Yen Group Limited

Порядковый № рейтинга	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Дата публикации рейтинга	мар. 2007	сен. 2007	мар. 2008	сен. 2008	мар. 2009	сен. 2009	мар. 2010	сен. 2010	мар. 2011	сен. 2011	мар. 2012	сен. 2012	мар. 2013	сен. 2013	мар. 2014	сен. 2014	мар. 2015	сен. 2015
Финансовые центры	Места в рейтинге																	
Москва	45	55	56	57	60	67	68	68	68	61	65	64	65	69	73	80	75	78
Санкт-Петербург						70	70	71	69	71	73	70	74	76	78	72	78	81
Шанхай	24	30	31	34	35	10	11	6	5	5	8	19	24	16	20	20	16	21
Бомбей	39	41	48	49	49	53	58	57	58	64	64	63	66	72	76	61	53	59
Сан-Паоло		49	53	52	54	41	40	44	44	49	50	48	44	38	38	34	43	31
Сеул	43	42	51	48	53	35	28	24	16	11	9	6	9	10	7	8	7	6
Йоханнесбург		43	41	44	48	50	54	54	54	52	54	54	62	61	50	38	32	33
Мехико						55	57	50	52	47	51	56	55	66	70	44	56	69
Варшава	40	48	55	56	59	69	67	67	59	56	54	59	63	71	60	68	64	38
Пекин	36	39	46	47	51	22	15	16	17	19	26	43	58	59	49	32	29	29
Стамбул						72	74	70	71	62	61	56	57	44	47	42	44	47
Рио-де-Жанейро						61	54	52	50	53	53	52	48	31	45	45	47	35
Алма-Ата															58	43	49	51
Общее количество мест в рейтинге	46	56	59	59	62	75	75	75	75	75	77	77	79	80	83	83	82	84

Рассчитано по данным Z/Yen Group Limited (The Global Financial Centres Index, выпуски 1 – 18).

Москва и Санкт-Петербург остаются внизу рейтинга GFCI в течение всего периода расчета этого рейтинга, но в двух-трех последних рейтингах отставание российских финансовых центров от своих конкурентов стало особенно заметным. По итогам последних рейтингов GFCI российские финансовые центры отстают не только от финансовых центров стран БРИКС (разрыв от которых заметно увеличился), но и от Мехико, Варшавы, Стамбула и Алматы.

### ***Рейтинг конкурентоспособности финансовых рынков Всемирного экономического форума***

Рейтинг конкурентоспособности национальных финансовых рынков (официально называемый Financial Development Index Rankings) впервые в явном виде был разработан и представлен World Economic Forum в 2008 году в ежегодном отчете «Доклад о финансовом развитии. 2008» [21].

Предложенный рейтинг рассчитывается на основе 7 блоков информации («столпов»), описывающих различные аспекты функционирования национального финансового рынка:

- институциональные условия;
- условия ведения бизнеса;
- показатели финансовой стабильности;
- показатели банковского сектора;
- показатели небанковского финансового сектора;
- показатели финансовых рынков;
- размер, глубина рынков и доступность капитала.

Утверждается, что именно эти блоки показателей финансового рынка в наибольшей степени влияют на долгосрочный экономический рост национальных экономик и на долгосрочную динамику национального богатства.

Изменение мест России и других стран с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками, являющихся основными конкурентами России на мировом финансовом рынке, в данном рейтинге приведено в таблице 2.

Россия уступает всем своим партнерам по группе БРИКС по 4 направлениям из 7, а именно по следующим направлениям: «институциональные условия», «сектор банковских услуг», «показатели финансовых рынков» и «финансовая доступность». В то же время Россия превосходит все страны БРИКС по направлению «условия ведения бизнеса» (см. таблицу 3).

Таблица 2 - Места стран с крупнейшими развивающимися рынками в рейтинге конкурентоспособности национальных финансовых рынков (Financial Development Index Rankings) Всемирного экономического форума.

	2008	2009	2010	2011	2012
Россия	36	40	40	39	39
Бразилия	40	34	32	30	32
Индия	31	38	37	36	40
Китай	24	26	22	19	23
Корея	19	23	24	18	15
ЮАР	25	32	31	29	28
Польша	41	39	35	33	37
Турция	39	44	42	43	42

Таблица 3 - Баллы рэнкингов конкурентоспособности национальных финансовых рынков Всемирного экономического форума (по блокам факторов) стран БРИКС, по итогам 2012 года.

Блок факторов	Россия	Китай	Индия	Бразилия	ЮАР
институциональные условия	3,06	4,10	3,18	3,72	4,74
условия ведения бизнеса	4,50	3,95	3,39	3,74	4,31
показатели финансовой стабильности	4,19	4,89	3,95	4,82	4,94
показатели банковского сектора	2,37	4,43	3,14	3,55	3,51
показатели небанковского финансового сектора	4,09	4,48	3,94	3,60	2,45
показатели финансовых рынков	2,05	2,98	2,48	2,37	2,67
размер, глубина рынков и доступность капитала	2,83	3,15	2,94	3,48	3,39

***Индекс развития международных финансовых центров (International Financial Centers Development Index) альянса Xinhua и Dow Jones***

Индекс развития международных финансовых центров был разработан в результате объединения усилий Xinhua News Agency и Chicago Mercantile Exchange Group (CME), которая владеет Dow Jones Index Service Co., и впервые презентован в 2010 году. Индекс IFCD пересматривается ежегодно, таким образом, на сегодняшний день опубликовано 5 докладов [22] с данным индексом (2010, 2011,

2012, 2013, 2014). Доклад 2015 года по состоянию на 10 ноября 2015 г. опубликован не был.

Методология индекса применяет объединение системы объективных показателей с субъективными оценками (результатами опроса на основании стандартных опросников, а также результатами углубленных интервью) и нацелена не только на оценку существующей силы финансовых центров, но и на возможности их роста в будущем. Утверждается, что в отношении финансовых центров стран БРИКС осуществляется углубленный анализ за счет совмещения стандартных опросных листов с углубленными интервью, в которых детализированы вопросы регионального развития зон влияния таких финансовых центров.

Изменение мест Москвы и других финансовых центров развивающегося мира, являющихся основными конкурентами России на мировом финансовом рынке, в индексе IFCD приведено в таблице 4.

Таблица 4 - Места международных финансовых центров развивающегося мира в индексе развития международных финансовых центров (International Financial Centers Development Index) альянса Xinhua и Dow Jones.

	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Шанхай	8	6	6	6	5
Пекин	13	14	11	11	9
Шэньдзень	22	21	19	15	15
Сеул	31	24	24	23	23
Бомбей	40	34	30	27	24
Москва	35	35	31	28	33
Сан-Паоло	41	39	43	36	35
Йоханнесбург	45	45	45	37	34
Общее количество мест	45	45	45	45	45

Все рассмотренные нами рейтинговые оценки конкурентоспособности национальных финансовых рынков (финансовых центров), разработанные различными институтами, свидетельствуют о том, что отставание России от своих конкурентов в этих рейтингах заметно усилилось в последние годы.

## **Глава 3. Оценка глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации на основе эндогенных параметров (параметров конкурентной силы)**

### **3.1. Перечень используемых показателей и необходимые методические комментарии**

Нами разработан комплекс агрегированных эндогенных показателей, характеризующих текущий уровень глобальной конкурентоспособности (конкурентной силы) национального финансового рынка и его отдельных секторов.

При анализе конкурентоспособности финансовых рынков России и других стран по итогам 2006 - 2014 гг. используется следующий комплекс эндогенных показателей:

1. Доля в мировой капитализации
2. Доля в мировом объеме биржевых торгов акциями
3. Доля в мировом объеме IPO/SPO
4. Доля в мировом объеме банковских активов
5. Доля в мировой стоимости чистых активов институтов коллективных инвестиций
6. Доля в мировом объеме страховых премий
7. Доля в мировом объеме премий по страхованию жизни
8. Соотношение номинального валютного курса рубля и паритета покупательной способности рубля
9. Доля рублевых еврооблигаций в совокупном глобальном объеме еврооблигаций в обращении
10. Доля рубля в глобальной валютной торговле (в объеме торговли на глобальном валютном рынке)
11. Соотношение показателя Р/Е по российским корпорациям к среднему значению данного показателя по развивающимся рынкам

Первые 7 показателей (первая группа показателей) являются характеристиками глобальной конкурентоспособности сегментов и секторов финансового рынка. Среди них первые 3 опираются на данные рынка акций; четвертый показатель – на данные банковского сектора; пятый показатель – на

данные индустрии открытых инвестиционных фондов; шестой и седьмой показатели – на данные страхового рынка. Четыре показателя (№№ 4 – 7) из этих 7 используют показатель доли национального финансового рынка в мировом объеме стоимости активов финансовых организаций различных типов; два показателя (№ 2 и № 3) используют показатель доли национального финансового рынка в мировом объеме сделок (торговых операций) по секторам рынка; один показатель (№ 1) используют показатель доли национального финансового рынка в глобальной стоимости соответствующих финансовых инструментов (акций) в обращении.

Нами уже предлагались эти показатели в качестве показателей конкурентоспособности финансовых центров (см. [23] и [24]). Показатели № 1 и № 4 из предложенного нами комплекса показателей также использовались другими исследователями при проведении аналогичного анализа (см. [19, с. 282]).

Следующие три показателя (вторая группа показателей) характеризуют конкурентоспособность национальной валюты.

Один из них (№ 8) является фактически интегральным показателем приближения национальной валюты к статусу свободно-конвертируемой. По нашему мнению, соотношение номинального валютного курса и паритета покупательной способности является показателем, в значительной мере результирующим воздействием различных факторов, определяющих возможности той или иной валюты быть резервной валютой. Приблизительное равенство номинального валютного курса и паритета покупательной способности достигается только при условии полной свободы конвертации данной валюты (юридическая предпосылка) и достаточно высокого объема операций с нею в глобальном масштабе (т.е. наличие емкого рынка, обеспечивающего свободное формирование рыночного курса), формируемого с учетом спроса на нее как международного финансового актива [3, с. 179] (экономическая предпосылка). Поэтому сближение номинального курса и паритета покупательной способности естественным образом отражает совокупность характеристик свободно-конвертируемой (резервной) валюты.

Данный тезис подтверждается эмпирическими данными. В течение достаточно продолжительного периода все резервные валюты демонстрируют незначительное (как правило, в пределах 20% в ту или иную сторону) отклонение паритета покупательной способности от номинального валютного курса (кроме исключения в виде швейцарского франка).

Спрос на ту или иную валюту в целях использования либо в качестве средства платежа, либо в качестве средства накопления, способствует росту объема операций с данной валютой и, следовательно, снижению транзакционных издержек, возникающих в ходе валютной торговли. Как было показано в одной из недавних работ, именно на низком уровне транзакционных издержек как критерии выбора валюты для проведения операций, строится большинство современных моделей, объясняющих формирование клуба резервных валют [25].

Два других показателя (№ 9 и № 10) второй группы показателей характеризуют долю рубля в валютной структуре секторов глобального рынка (рынка еврооблигаций и глобального валютного рынка).

Последний показатель (№ 11) представляет собой характеристику инвестиционного климата в России. Используя сравнение значений показателя P/E по российским акциям со значениями этого показателя в среднем по развивающимся рынкам, мы получаем характеристику оценки качества инвестиционного климата в стране со стороны глобальных инвесторов. Данное соотношение формируется в результате инвестиционных решений глобальных инвесторов, распределяющих свой портфель между различными национальными рынками, в том числе между развивающимися рынками акций.

Данный показатель является наиболее простым измерителем качества инвестиционного климата в стране, так как естественным образом интегрирует все факторы инвестиционной привлекательности акций, не связанные прямо с финансовыми результатами деятельности корпораций [26, с. 194 – 195].

Содержательно данный показатель указывает на дисконт, который закладывают глобальные инвесторы при рассмотрении возможностей инвестирования в акции различных стран с развивающимися рынками. Сложившееся в настоящее время соотношение на уровне 40% к среднему по развивающимся рынкам означает 60-процентный дисконт к цене российских акций в сравнении с развивающимися рынками.

Представленный выше комплекс показателей имеет свою внутреннюю иерархическую структуру, схема которой приведена на рисунке 1.

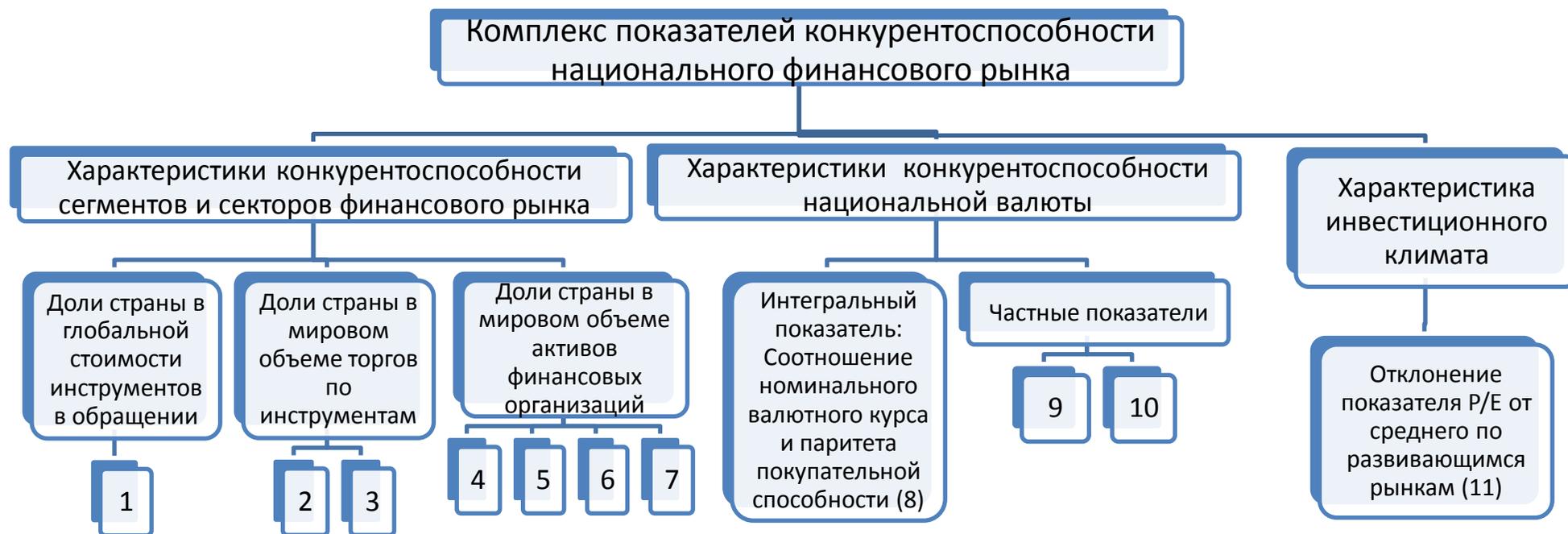


Рисунок 1 - Комплекс эндогенных показателей конкурентной силы национального финансового рынка.

Примечание. Цифрами обозначены номера показателей в вышеприведенном списке.

В настоящей работе мы оцениваем конкурентоспособность российского финансового рынка как на глобальном уровне, так и на уровне Развивающегося мира (на уровне всех развивающихся финансовых рынков), и на уровне стран БРИКС. Соответственно, расчет долей России происходит на трех уровнях:

- доли на глобальном рынке капитала;
- доли на развивающемся финансовом рынке (рынке стран Развивающегося мира);
- доли на финансовом рынке стран БРИКС.

Приведенный выше комплекс показателей, применяемый в приведенном выше виде для расчета на глобальном уровне, модифицируется для расчета долей России на рынке стран Развивающегося мира и на рынке стран БРИКС. Эта модификация не связана только с заменой знаменателя в рассчитываемых показателях долей, но также учитывает имеющиеся ограничения в плане логичности применения того или иного показателя, сокращающие перечень используемых показателей на показатель соотношения номинального валютного курса рубля и паритета покупательной способности рубля. Кроме показателей долей России, на уровне Развивающегося мира и на уровне стран БРИКС используются также и другие показатели, логически сочетающиеся с данным уровнем. Например, показатель соотношения значений Р/Е для России и для развивающихся рынков в среднем, кроме использования на уровне сравнения с глобальным рынком, может и должен использоваться при сравнении России с Развивающимся миром, но при сравнении России со странами БРИКС использование такого показателя нелогично, и на этом уровне целесообразна его замена на показатель соотношения Р/Е России со средним показателем по странам БРИКС.

Следует отдельно остановиться на вопросе использования показателя валового внутреннего продукта (либо иного другого показателя, характеризующего размер национальной экономики). Предлагаемая методика не предполагает прямого сопоставления показателей развития национального финансового рынка с показателями размера экономики. Национальные финансовые рынки конкурируют в рамках глобального финансового рынка без учета фактора размера экономики. В этом плане сопоставление их долей на глобальном финансовом рынке, как результатов конкурентной борьбы, должно осуществляться напрямую, без учета размера экономики. Но при этом размер экономики сам по себе является

дополнительным фактором конкурентоспособности того или иного финансового центра.

Вместе с тем при сопоставлении показателей стран, являющихся прямыми конкурентами на глобальном финансовом рынке, целесообразно принимать во внимание также и показатель валового внутреннего продукта (ВВП), при этом мы будем иллюстративно представлять показатель, характеризующий размер национальной экономики как доля страны в мировой экономике.

Выбор 2006 года в качестве базового обусловлен в основном двумя соображениями. Во-первых, 2006 год стал последним годом относительно «стандартного» развития глобального финансового рынка перед периодом повышенной волатильности рынков в результате потрясений 2007 – 2009 гг. Несмотря на то, что последний по времени глобальный кризис датируют, как правило, 2008 годом, в реальности кризисные события, послужившие началу большого кризиса, начались именно в 2007 году, а некоторые их предпосылки (например, падение цен на недвижимость в США) – во второй половине 2006 года. Во-вторых, начиная именно с 2006 года в системы сбора информации о финансовых рынках оказались вовлечены практически все более или менее крупные развивающиеся финансовые рынки, что позволяет говорить о том, что ненаблюдаемая часть мирового финансового рынка составляет менее, чем статистическая погрешность.

### **3.2. Результаты расчетов**

В результате проведенных расчетов были получены следующие оценки доли России на мировом финансовом рынке и другие показатели, характеризующие глобальную конкурентоспособность российского финансового рынка (см. таблицу 5).

Таблица 5 - Эндогенные показатели конкурентоспособности России в глобальной финансовой системе.

показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Доля в глобальном объеме торговли акциями	0,63%	0,60%	0,44%	0,62%	0,82%	0,96%	0,69%	0,44%	0,30%
Доля в мировой капитализации	2,07%	2,40%	1,23%	1,73%	1,94%	1,87%	1,69%	1,37%	0,64%
Доля в глобальном объеме IPO/SPO	1,40%	3,00%	0,30%	0,10%	0,20%	0,40%	1,10%	0,90%	0,05%
Доля в мировом размере активов коммерческих банков	0,75%	0,97%	0,98%	1,05%	1,15%	1,14%	1,39%	1,46%	н.д.
Доля в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов	0,03%	0,03%	0,01%	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
Доля в глобальном объеме страховых премий	0,40%	0,46%	0,53%	0,39%	0,42%	0,50%	0,56%	0,62%	0,54%
Доля в глобальном объеме премий по страхованию жизни	0,03%	0,04%	0,03%	0,02%	0,03%	0,05%	0,07%	0,10%	0,11%
Соотношение номинального курса рубля и ППС	0,464	0,547	0,577	0,442	0,521	0,59	0,599	0,606	0,497
Доля рубля в мировом номинале еврооблигаций	0,02%	0,04%	0,05%	0,05%	0,06%	0,07%	0,16%	0,15%	0,09%
Доля рубля в глобальном валютном обороте		0,37%			0,45%			0,80%	
Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам	100%	82%	40%	76%	57%	45%	44%	43%	40%
Доля в мировом ВВП (справочно)	1,94%	2,26%	2,64%	2,05%	2,33%	2,62%	2,72%	2,75%	2,39%

Рассчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru

Как видно из таблицы 5, все характеристики доли России на глобальном финансовом рынке с точки зрения их динамики в течение 2006 – 2014 гг. можно подразделить на три группы:

- доли банков (по активам) и страховых компаний (по страховым премиям) имеют тенденцию к росту;

- показатели доли рынка акций имеют тенденцию к снижению (при этом доля по капитализации и доля по IPO/SPO с весьма высоких предкризисных значений упали в несколько раз, доля по объему торговли акциями относительно стабильна);

- показатели доли долгосрочных институциональных инвесторов (взаимные фонды по стоимости чистых активов и страховые компании по премиям по страхованию жизни) незначимы, равно как и доля еврооблигаций, номинал которых выражен в рублях.

В сравнении с долей России в мировой экономике (по валовому внутреннему продукту в номинальном выражении) все показатели долей секторов финансового рынка после кризиса 2008 года ниже или существенно ниже, что указывает на значительную недоразвитость российского финансового сектора по сравнению с остальным миром.

Все показатели, характеризующие конкурентоспособность России на мировом финансовом рынке по итогам 2014 года, которые имеются в наличии по состоянию на 10 ноября 2015 года, указывают на продолжающееся снижение этих показателей. Более чем в 2 раза снизилась доля России в мировой капитализации, существенно снизились и другие показатели доли России на мировом рынке акций, особенно на рынке IPO/SPO. Доля России в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов впервые в прошедшем году снизилась до 0,00%. Впервые существенно снизилась доля рубля в мировой номинальной стоимости еврооблигаций, находящихся в обращении. Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам в 2014 году вернулось к минимальным значениям, зафиксированным по итогам 2008 года.

Последний показатель и его динамика заслуживает особого внимания, так как он является наиболее простым измерителем качества инвестиционного климата в стране. Как уже отмечалось выше, фактически он указывает на дисконт, который закладывают глобальные инвесторы при рассмотрении возможностей инвестирования в акции различных стран с развивающимися рынками. Данный дисконт является наиболее простым измерителем качества инвестиционного климата в стране, так как естественным образом интегрирует все факторы инвестиционной привлекательности акций, не связанные прямо с финансовыми результатами деятельности корпораций.

С точки зрения динамики данного показателя, представленного именно как дисконт, вся история может быть подразделена на два периода (см. рисунок 2):



Рассчитано по данным Международного валютного фонда (Global Financial Stability Report).

Рисунок 2 - Дисконт России к развивающимся рынкам.

- с 2000 по 2005 год данный показатель демонстрировал улучшение восприятия инвестиционного климата в России с точки зрения глобальных инвесторов, достигнув в 2005 году смены дисконта на премию по отношению к среднему уровню P/E по развивающимся рынкам;

- с 2006 г. по 2014 год наблюдается устойчивый рост дисконта к стоимости российских акций по отношению к среднему уровню по развивающимся рынкам, характеризующий неуклонное ухудшение качества инвестиционного климата в России.

Аналогичное сопоставление России со странами развивающегося мира позволило получить следующие оценки доли России в рамках развивающихся финансовых рынков и другие показатели, характеризующие конкурентные позиции российского финансового рынка в рамках Развивающегося мира (см. таблицу 6).

Таблица 6 - Показатели конкурентной позиции России в рамках развивающихся финансовых рынков.

показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Доля в объеме торговли акциями развивающихся рынков	5,75%	3,97%	4,31%	3,39%	3,30%	5,08%	3,41%	1,94%	1,32%
Доля в капитализации развивающихся рынков	9,37%	7,87%	4,75%	5,36%	5,67%	5,64%	5,01%	4,70%	2,64%
Доля в объеме IPO/SPO развивающихся рынков	7,97%	9,54%	1,66%	0,36%	0,56%	0,98%	3,62%	3,79%	0,20%
Доля в суммарном размере активов коммерческих банков развивающихся рынков	4,73%	5,50%	5,29%	6,10%	6,02%	4,87%	5,70%	5,53%	н.д.
Доля в стоимости чистых активов взаимных фондов развивающихся рынков	0,71%	0,46%	0,19%	0,19%	0,21%	0,17%	0,17%	0,17%	0,05%
Доля в объеме страховых премий развивающихся рынков	4,47%	4,50%	4,34%	3,02%	2,86%	3,23%	3,58%	3,64%	3,07%
Доля в объеме премий по страхованию жизни развивающихся рынков	0,34%	0,40%	0,29%	0,17%	0,21%	0,33%	0,46%	0,67%	0,67%
Доля рубля в обороте валют развивающихся рынков		2,20%			2,68%			4,30%	
Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам	100%	82%	40%	76%	57%	45%	44%	43%	40%
Доля в ВВП Развивающегося мира (справочно)	8,4%	8,9%	9,4%	7,1%	7,4%	7,8%	7,8%	7,6%	6,4%

Расчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru

Проведенное сопоставление России с Развивающимся миром в целом привело к следующим содержательным результатам:

- лишь один параметр (доля в банковских активах) стабилен на относительно высоком уровне;

- доли России в объеме валютной торговли валютами развивающихся стран и в объеме премий по страхованию жизни растут, однако в случае второго показателя этот рост объясняется исключительно эффектом низкой базы;

- все другие параметры снижаются, при этом доли по показателям объема IPO/SPO, капитализации и стоимости чистых активов взаимных фондов снижаются исключительно быстро;

- после 2007 года доли всех секторов финансового рынка России в совокупном финансовом рынке Развивающегося мира существенно ниже доли России в Развивающемся мире по показателю ВВП.

Сопоставление в рамках БРИКС в последнее время все менее имеет смысл, так как все более и более совокупные показатели по БРИКС в целом формируются китайскими показателями, и в этих условиях более целесообразно сравнивать развитие российского финансового рынка с развитием китайского финансового рынка. Тем не менее, мы провели сравнение России с совокупными параметрами группы стран БРИКС.

При сопоставлении развития российского финансового рынка и финансового рынка стран БРИКС в целом в последние 2 года наблюдается отставание России в развитии своего финансового рынка от партнеров по БРИКС по всем показателям (см. таблицу 7). Однако в данном случае показатели долей секторов финансового рынка несколько ближе к показателю доли в совокупном ВВП БРИКС.

Как видно из таблицы 7, на фоне более динамично развивающихся финансовых рынков партнеров по группе БРИКС, Россия весьма заметно отстала от них в ходе кризиса 2008 – 2009 гг., после чего наметилась стабилизация доли России в данной группе стран. Однако данные 2014 года свидетельствуют о возможном новом отставании России от других стран БРИКС, результатом которого может стать несопоставимость размеров финансовых рынков России и других стран БРИКС.

В этой связи особенно показательно отставание России по показателю Р/Е, превосходящее отставание России от развивающихся рынков в целом по данному показателю, что указывает на наметившееся отделение России от других стран БРИКС в глазах глобальных инвесторов, прежде всего по оценке благоприятности инвестиционного климата.

Таблица 7 - Показатели конкурентной позиции России в рамках группы стран БРИКС.

показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Доля в объеме торговли акциями стран БРИКС	16,08%	6,89%	7,83%	4,85%	4,81%	6,64%	4,71%	2,53%	1,75%
Доля в капитализации стран БРИКС	23,34%	14,82%	10,58%	10,96%	12,38%	12,89%	12,19%	12,10%	5,04%
Доля в объеме IPO/SPO стран БРИКС	12,64%	12,53%	2,44%	0,48%	0,68%	1,38%	5,68%	5,67%	0,26%
Доля в суммарном размере активов коммерческих банков стран БРИКС	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	6,19%	6,83%	6,61%	4,72%
Доля в стоимости чистых активов взаимных фондов стран БРИКС	1,01%	0,57%	0,23%	0,23%	0,24%	0,20%	0,20%	0,20%	0,06%
Доля в объеме страховых премий стран БРИКС	7,70%	7,74%	7,23%	4,78%	4,36%	5,05%	5,49%	5,52%	4,61%
Доля в объеме премий по страхованию жизни стран БРИКС	0,47%	0,56%	0,39%	0,22%	0,26%	0,43%	0,61%	0,89%	0,88%
Доля рубля в обороте валют стран БРИКС		11,65%			10,95%			11,34%	
Соотношение Р/Е по России и арифметического среднего Р/Е по странам БРИКС	89%	68%	40%	85%	53%	45%	44%	40%	39%
Доля в ВВП стран БРИКС (справочно)	16,5%	16,9%	17,8%	12,9%	13,1%	13,6%	13,7%	13,3%	11,0%

Рассчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru

### 3.3. Выявление наиболее проблемных (с т.з. глобальной конкуренции) сегментов российского финансового рынка

На основе проведенных расчетов можно выделить наиболее проблемные сегменты российского финансового рынка, отставание в развитии которых в значительной мере сдерживает развитие финансового рынка Российской Федерации в целом. Выявление слабых звеньев российского финансового рынка можно провести на основе таблиц 5 – 7, однако для удобства восприятия данные, содержащиеся в этих таблицах, можно преобразовать таким образом, чтобы обеспечить сравнение уровня развития отдельных сегментов российского финансового рынка с уровнем развития аналогичного сегмента финансового рынка в мире.

Сопоставление доли России в мире по тому или иному сегменту финансового рынка с долей России в мировой экономике (по показателю ВВП) показывает, насколько развит данный сегмент финансового рынка России по сравнению с мировым уровнем развития данного сегмента. Результаты такого сопоставления приведены в таблице 8.

Таблица 8 - Показатели относительного уровня развития секторов российского финансового рынка относительно мирового уровня развития.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем торговли акциями	0,32	0,26	0,16	0,30	0,34	0,36	0,25	0,16	0,13
Капитализация	1,05	1,04	0,46	0,83	0,82	0,70	0,61	0,49	0,27
ИПО/SPO	0,71	1,30	0,11	0,05	0,08	0,15	0,40	0,32	0,02
Банковские активы	0,38	0,42	0,37	0,50	0,48	0,43	0,50	0,50	Н.д.
СЧА взаимных фондов	0,02	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Страховые премии (все)	0,20	0,20	0,20	0,19	0,18	0,19	0,20	0,22	0,23
Премии по страхованию жизни	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04

Рассчитано по данным Всемирного банка, Международного валютного фонда, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru

Как видно из таблицы 8, в России кардинально отстают от мирового уровня развития сегмент открытых инвестиционных фондов и сегмент страхового рынка в части страхования жизни. Эти два сегмента объединяет одна общая черта – именно они, наряду с сегментом пенсионных накоплений, являются поставщиками в экономику наиболее долгосрочных инвестиционных ресурсов. При этом, в отличие от сегмента пенсионных накоплений, сегмент открытых инвестиционных фондов и сегмент страхования жизни

являются наиболее эффективными (по крайней мере, в современном мире за пределами Российской Федерации) механизмами трансформации сбережений населения в инвестиции.

На наш взгляд, именно кардинальное отставание двух этих сегментов в значительной мере тормозит развитие российского финансового рынка в целом. Это два наиболее слабые звена российского финансового рынка, которые, как показывает мировой опыт, исключительно важны для быстрого и устойчивого развития всей национальной финансовой системы. Именно слабость этих двух звеньев, в конечном счете привела к появлению в 2014 году третьего сегмента, отставание которого в настоящее время может быть оценено как катастрофическое – сектора IPO/SPO.

В течение периода наблюдений (2006 – 2014 гг.) наблюдается снижение относительного уровня развития рынка акций, оцененного на основе показателя объема биржевой торговли. Это указывает на относительное снижение ликвидности этого рынка, что также, по нашему мнению, связано с недоразвитостью сегментов, обеспечивающих трансформацию сбережений населения в долгосрочные инвестиции. С постепенным уходом с российского рынка глобальных инвесторов в отсутствие крупного внутреннего инвестиционного спроса сокращается его ликвидность, что крайне негативно трактуется в свете теоретических работ последних 20 лет, выделяющих показатель ликвидности как важнейший показатель конкурентоспособности национального финансового рынка.

По всем другим сегментам также наблюдается заметное отставание российского финансового рынка от мирового уровня развития, однако квалифицировать это отставание как катастрофическое, в отличие от двух (трех, с учетом данных 2014 года, или четырех, учитывая тенденции последних 2 лет) выше выделенных сегментов, было бы неверно.

На основе выявления «слабых звеньев» российского финансового рынка можно выдвинуть гипотезу о том, что причинами отставания России в части развития финансовых рынков являются:

- отсутствие долгосрочного инвестора (крупной индустрии институтов, аккумулирующих долгосрочные инвестиции);
- отставание небанковского сектора в целом (по сравнению с банковским сектором).

Безусловно, эти факторы не являются исчерпывающими в плане объяснения недостаточного развития финансового рынка России, они должны быть дополнены фундаментальными факторами, связанными с экономическим развитием в целом. Так, - наметившееся отставание (от развивающегося мира в целом; от группы БРИКС) в росте

экономики после кризиса 2008 года, по-видимому, также является значимым фактором, препятствующим развитию финансового рынка Российской Федерации.

Вторая гипотеза, которую можно сформулировать по итогам поиска наиболее проблемных сегментов финансового рынка, касается механизмов передачи воздействий между факторами, лежащими в основе развития финансового рынка в целом. Недостаточное развитие институциональных инвесторов существенно ограничивает объем спроса на рынках ценных бумаг в целом, и особенно на первичном рынке акций. В результате значительная часть пакетов акций, размещаемых в ходе IPO/SPO, распределяется среди ограниченного круга инвесторов, преимущественно иностранных. Ограниченность круга инвесторов прямо ведет к снижению ликвидности рынка акций. Преобладание иностранных инвесторов среди покупателей акций в ходе IPO/SPO способствует оттоку ликвидности с национального рынка акций. И то и другое существенным образом угнетают рост ликвидности внутреннего рынка акций.

Низкая ликвидность внутреннего рынка акций ограничивает круг инвесторов, которые могли бы участвовать в последующих размещениях акций на этом рынке, снижая уровень цен последующих размещений. Более низкие цены потенциальных IPO/SPO, в свою очередь, снижают количество корпораций, желающих разместить свои акции, и, соответственно, объем IPO/SPO. Снижение цен способствует снижению капитализации.

На уровень ликвидности также отрицательно влияет нарастающая диспропорция в развитии банковского и небанковского сегмента российского финансового рынка. При наличии достаточного количества крупных небанковских финансовых организаций они могли бы без существенного участия банков обеспечивать себя ликвидностью через операции купли-продажи ценных бумаг на бирже и, отчасти, на внебиржевом рынке. Но в ситуации угнетенного состояния небанковских финансовых организаций функцию поставщика ликвидности берут на себя банки. Однако банки, в силу своей природы и требований банковского риск-менеджмента, предпочитают не покупать ценные бумаги в рамках обычных сделок купли-продажи, а предоставлять ликвидность через сделки репо. В результате в России сделки репо в структуре сделок с ценными бумагами на фондовой бирже составляют около 80%, а на рынке корпоративных облигаций – более 90%. Следствием такой структуры биржевого оборота является постоянное давление на нормальный режим торговли ценными бумагами, ведущее к сокращению ликвидности рынков.

Схематически гипотеза о механизме влияния недоразвитости отдельных сегментов российского финансового рынка на снижение уровня относительного развития финансового рынка Российской Федерации в целом приведена на рисунке 3.



Рисунок 3 - Блок-схема влияния недоразвитости отдельных сегментов российского финансового рынка на снижение уровня относительного развития финансового рынка Российской Федерации в целом (рабочая гипотеза).

## **Глава 4. Анализ мер, предпринимаемых основными конкурентами России на глобальном финансовом рынке в целях повышения конкурентоспособности своих финансовых рынков**

### **4.1. Основные сведения о зарубежных программах повышения конкурентоспособности финансовых рынков и формирования МФЦ**

Накопленный обширный массив данных позволяет классифицировать международные финансовые центры (МФЦ) и усилия государства по их развитию по двум критериям. С точки зрения стратегических целей и задач развития МФЦ все сложившиеся к настоящему времени МФЦ можно подразделить на две группы:

- 1) «традиционные» МФЦ;
- 2) «оффшорные» МФЦ.

Традиционные МФЦ развиваются на базе достаточно крупного национального финансового рынка, в том числе в результате нацеленных усилий государства по формированию и развитию МФЦ (используя «естественную гравитацию», возникшую вследствие сложившейся концентрации инвестиционного спроса и финансовых услуг).

Программы развития «традиционных» МФЦ в значительной мере опираются на первый успешный опыт в данной области – создание «Финансовой площадки Германия» [27]. Ключевые элементы этой программы до сих пор остаются основой многих последующих программ.

МФЦ, режим регулирования которых отличается от национального, имеющие институты внутреннего резидентства и специального управления МФЦ, и обладающие дополнительными налоговыми и иными льготами для резидентов МФЦ, для краткости зачастую называются «оффшорные» МФЦ. Они, как правило, изначально ориентированы на привлечение иностранных инвесторов, реципиентов инвестиций и финансовых организаций, в том числе посредством предоставления налоговых льгот (т.е. применяют «искусственную гравитацию», создаваемую в результате минимизации налогов, максимальной либерализации доступа,

повышенного уровня защиты инвесторов и максимального удобства для функционирования финансовых организаций).

Отличительной чертой т.н. «оффшорных» МФЦ, развивающихся в соответствии со специальной государственной программой, является наличие специальных компаний (агентств), управляющих МФЦ. Их необходимость диктуется наличием ряда квазигосударственных функций, а также функций обслуживания. На примере Дубая в качестве таких функций можно указать: регистрация финансовых организаций в качестве резидентов МФЦ; управление инфраструктурными организациями, предоставляющими услуги финансовым организациям (информационное сопровождение; защита данных; предоставление услуг социальной инфраструктуры, в т.ч. гостиничных и транспортных; предоставление кадров на условиях аутсорсинга и т.д.); регистрация прав собственности, в т.ч. на недвижимость в границах особой юрисдикции МФЦ и т.д.

Подавляющее большинство сложившихся МФЦ и стран, ставящих целью формирование МФЦ на базе своего национального рынка, следуют в рамках традиционной модели: Лондон (Великобритания), Нью-Йорк (США), Токио (Япония), Германия, Швейцария, Китай, Индия, Корея, Россия.

Примерами крупных «оффшорных» МФЦ являются Сингапур и Дубай (ОАЭ). Казахстан в 2015 году фактически также принял решение развиваться в рамках модели т.н. «оффшорного» МФЦ, хотя первая программа (2006 года) по развитию в Казахстане МФЦ («Региональный финансовый центр Алматы») была ориентирована преимущественно на традиционный путь формирования МФЦ (хотя и с существенными элементами «оффшорного» пути развития – например, создание специального агентства).

Гонконг представляет собой пример некоторого промежуточного пути, в основе которого развитие по модели «традиционного» МФЦ, но вместе с тем, наличествуют и некоторые признаки «оффшорного» характера (например, льготный налоговый режим).

С точки зрения комплекса стратегических документов, лежащих в основе усилий по формированию МФЦ, можно выделить следующие сложившиеся в мировой практике подходы:

- разработка и реализация специальных государственных программ формирования и/или развития МФЦ (Германия, Дубай, Казахстан, Россия, Индия);

- развитие МФЦ в рамках общего реформирования национального финансового рынка (Великобритания, Сингапур, Гонконг, Китай, Корея);
- формирование МФЦ состоялось вследствие либерализации валютного режима и финансового сектора в целом, а развитие МФЦ происходит в сопровождении постепенного совершенствования правовой базы, стабильной в течение десятилетий (США, Швейцария, Япония);
- развитие МФЦ инициировано деятельностью негосударственных структур (например, в Польше такая цель ставится в документах Варшавской фондовой биржи).

Мы выбрали из мирового опыта разработки и реализации государственных политик в области финансового рынка те политики, которые были достаточно четко и ясно ориентированы на повышение конкурентоспособности национального финансового рынка, либо нацелены на формирование на базе национального рынка международного финансового центра. Строго говоря, в мире не очень много примеров таких политик, в большей или меньшей степени формализованных. Мы смогли обнаружить только 9 стран (кроме России), которые формулировали прямо или косвенно задачи повышения конкурентоспособности своего национального рынка и/или формирования на его основе международного финансового центра: Сингапур, Германия, Гонконг, Китай, ОАЭ (МФЦ Дубай), Корея, Индия, Малайзия, Казахстан.

Из этих стран мы отобрали 6 стран (Германия, Гонконг, Китай, Корея, Индия, Казахстан) для более детального изучения их опыта, выбирая при этом в основном страны, ориентированные на развитие «традиционных» МФЦ. Такое решение связано с тем, что для России, по нашему мнению, возможно и разумно только развитие финансового рынка в сторону «традиционного» МФЦ.

Мы не учитывали те страны, в которых аналогичные программы разрабатывали и/или реализовывали негосударственные структуры (как, например, Варшавская биржа в Польше), так как концентрировались именно на государственных усилиях по повышению глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка.

Лишь в 3 из этих стран (Германия, Индия, Казахстан) государственные политики по повышению конкурентоспособности национального финансового рынка формулировались в виде единой стратегии, как единого документа. В

остальных странах (Гонконг, Китай, Корея) было бы корректнее говорить не о едином документе, и даже не об одной реформе, а о последовательной цепочке реформ, нацеленных на постепенное усиление национального финансового рынка.

В настоящей работе будут представлены краткие характеристики опыта государственных политик по повышению эффективности и глобальной конкурентоспособности финансовых рынков в Гонконге, Китае, Корее и Индии.

## **4.2. Серия реформ регулирования финансового сектора Гонконга**

### *Первая часть реформ – до 2000 года*

Начальный импульс серии реформ финансового сектора Гонконга был дан «черным вторником» 20 октября 1987 года на американском фондовом рынке, следствием которого стала приостановка торгов на Гонконгской фондовой бирже с последующим после открытия падением индекса Hang Seng на 33 процента. Следствием этого разрушительного падения стала разработка Доклада Дэвидсона, в котором содержались рекомендации по коренному реформированию финансового рынка Гонконга [28]. Важнейшие из этих рекомендаций – создание специального независимого финансового регулятора (Securities and Futures Commission) и акционирование расчетной палаты Гонконгской биржи – были реализованы в 1989 году.

Заметной частью реформ 1990-х годов стало формирование других отраслевых регуляторов. Случившийся в 1991 году крах крупного банка BCCI стимулировал создание в Гонконге (путем слияния Офиса банковских комиссаров и Валютного офиса) независимого центрального банка (Hong Kong Monetary Authority - НКМА), который, наряду с функциями собственно центрального банка стал выполнять функции банковского регулятора. В 1992 году был создан регулятор страхового рынка – Office of Commission of Insurance (OCI). В 1998 году был учрежден надзорный орган в сфере инвестиционных фондов (Mandatory Provident Fund Schemes Authority – MPFA).

Второй заметной частью реформ 1990-х годов стало формирование законодательной базы. Был принят так называемый основной закон Гонконга (the Basic Law), с вводом в действие с 1 июля 1997 года, который направлен на

постоянное поддержание и развитие города как международного финансового центра [8, С. 52]. Были приняты также другие постановления (Ordinances), которые в условиях специального административного региона Гонконг имели статус законов, создавшие правовую базу для функционирования финансового рынка. Данные нормативные акты опирались на английские законодательные традиции, что обеспечило высокий уровень защиты прав собственности и высокую эффективность судебной системы Гонконга.

Результатом реформ конца 1980-х и 1990-х годов стали создание правовых, институциональных и организационных основ гонконгского финансового рынка. Была сформирована структура регуляторов финансового рынка. Однако наиболее значимые реформы были проведены позднее, начиная с 2000 года. Тем не менее, большинство направлений реформ 2000-х годов продолжали реформы, начатые раньше, либо концентрировались на развитии тех конкурентных преимуществ, предпосылки для которых также уже были сформированы к началу 2000-х годов. Поэтому развития финансового рынка Гонконга представляет собой цепь последовательных реформ, нацеленных на повышение глобальной конкурентоспособности Гонконга как международного финансового центра.

#### ***Основные направления реформ 2000-х годов***

Реформы 2000-х годов сформировали основные направления модернизации финансового рынка Гонконга, к которым следует отнести:

- 1) реформа торговой инфраструктуры;
- 2) углубление политики «открытой экономики» и укрепление связи с экономикой и финансовым рынком КНР;
- 3) защита интересов инвесторов;
- 4) обеспечение адекватности финансовой отчетности;
- 5) стимулирование притока средств в инвестиционные фонды и развития индустрии управления активами;
- 6) обеспечение стабильности национального рынка, снижение транзакционных издержек;
- 7) поддержание эффективности регулирования.

Первым шагом в рамках реформы торговой инфраструктуры стало акционирование расчетной палаты Гонконгской биржи в 1989 году, но все остальные шаги были реализованы уже в 2000-х годах.

В 2000 году в результате слияния биржи и их клиринговые центры получили статус дочерних компаний холдинга – Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx). В ходе слияния бирж произошло отделение функций управления от собственности бирж, повысилась эффективность регуляторных функций. Схема слияния гонконгских бирж и создания биржевого холдинга стала примером для многих последующих слияний бирж в мире, в том числе в ходе создания Московской биржи. Параллельно произошла демьючуализация (demutualisation) гонконгской фондовой биржи (The Stock Exchange of Hong Kong Limited - SEHK) и гонконгской фьючерсной биржи (Hong Kong Futures Exchange Limited - HKFE). С 27 июня 2000 года акции холдинга HKEx зарегистрированы на основной площадке (Main Board) Гонконгской биржи [7, с. 244]. HKEx стал одним из первых в мире биржевых холдингов, решившихся на самолистинг. В настоящее время это является распространенной практикой, которой следует, в т.ч. Московская биржа.

В мае 2012 года в качестве 100-процентной дочерней компании биржевого холдинга была создана еще одна клиринговая организация - OTC Clearing Hong Kong Limited (OTC Clear), действующая в качестве расчетной палаты внебиржевого рынка деривативов. Услуги клиринга на этом рынке начали оказываться с ноября 2013 года.

Открытость экономики Гонконга и благоприятный предпринимательский климат привлекают многочисленные иностранные финансовые организации. По состоянию на март 2015 года в банковской сфере вместе с местными 157 банками с полной лицензией, 23 банками с ограниченной лицензией и 21 компанией, привлекающей депозиты (deposit-taking companies) функционировали представительства 64 иностранных банковских институтов, представляющих 36 стран мира. В страховом секторе функционировали 158 лицензированных страховщиков, из которых 86 были инкорпорированы в Гонконге, а остальные 72 представляли 21 страну мира [29].

Открытость экономики и финансового рынка Гонконга и их вовлеченность в глобальный рынок капитала являются важнейшим фактором притяжения для китайских корпораций и финансовых организаций. Гонконг, концентрирующий в больших объемах капиталы глобальных инвесторов и большое количество финансовых организаций, включая управляющие компании, является наиболее интересным партнером для материкового Китая в плане привлечения инвестиций.

По состоянию на конец 2002 года доля китайских компаний в суммарной капитализации компаний, зарегистрированных на Гонконгской бирже, составляла 29% [30, с. 47], а по состоянию на конец 2006 года – уже 50% суммарной рыночной капитализации (основная площадка и GEM) Гонконгской биржи [6, с. 245]. По состоянию на конец апреля 2015 года из 1 780 компаний, имеющих листинг на Гонконгской бирже, 896 представляют предприятия континентального Китая [29].

В рамках защиты интересов инвесторов необходимо выделить следующие наиболее значимые меры, реализованные в период реформ 2000-х годов:

- создание единой компенсационной системы;
- создание специального финансового суда;
- введение и поддержание высоких стандартов раскрытия информации;
- активная реализация Программы защиты инвесторов;
- жесткие критерии листинга, стимулирующие, в том числе, высокую долю акций в свободном обращении.

Особенностью экономики Гонконга примерно с 1970-х годов стало преобладание в ее структуре финансовых предприятий. Мощная концентрация финансового капитала создала прекрасные условия для развития в Гонконге высокоразвитой индустрии управления активами. Правительство Гонконга воспользовалось этой ситуацией, и с середины 2000-х годов до настоящего времени одним из важнейших приоритетов развития Гонконга является политика по превращению его в ведущий мировой центр управления активами. Гонконг характеризуется исключительно высоким разнообразием работающих на национальном финансовом рынке видов институтов коллективных инвестиций. По итогам 2014 года суммарный объем активов, управляемых функционирующими в Гонконге управляющими компаниями, достиг 17,7 трлн. долларов США [31, р. 1].

На Гонконгском рынке работают инвестиционные фонды из самых разных стран мира. По состоянию на 31 марта 2015 года из общего количества лицензированных на работу в Гонконге юнит-трастов и взаимных фондов лишь 29% инкорпорированы в Гонконге. По стоимости чистых активов по состоянию на конец 2014 года доля местных фондов еще меньше – 9%, в то время как доля люксембургских фондов составляет 69%, а ирландских -12% [32, с. 138]. В рамках всей индустрии управления активами в Гонконге на иностранных управляющих

приходится 70% суммарной стоимости активов в управлении (в 2011 г. – 63%) [31, р. 1].

Гонконг является ярчайшим примером постоянного совершенствования финансового регулирования, а также постоянной модернизации своего законодательства и постоянного стремления к повышению эффективности функционирования финансовых регуляторов. В рамках усилий по повышению эффективности финансового регулирования и надзора в Гонконге фактически осуществляются две группы программ: программа совершенствования законодательства и программа повышения эффективности регуляторов.

При Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам действует на постоянной основе дискуссионная площадка по повышению качества процессов регулирования и надзора (Process Review Panel). Сам регулятор разработал и придерживается внутренних правил корпоративного управления, публично отчитываясь об уровне корпоративного управления внутри регулятора. В части корпоративного управления регулятор мало чем отличается от рыночно-ориентированной корпорации. Организационная структура построена по принципам и подобию эффективной корпорации, и включает совет директоров (включая независимых директоров), комитеты совета директоров, а также исполнительные органы. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам также ежегодно проходит аудиторскую проверку у одной из крупнейших мировых аудиторских групп (в настоящее время – KPMG) [32].

#### **4.3. Последовательная цепь реформ финансового рынка Китая**

Меры, предпринимаемые на определенном этапе развития китайского финансового рынка властями КНР по повышению эффективности рынка и его глобальной конкурентоспособности, неразрывно связаны с ранее реализованными мерами, строятся на уже закрепленных достижениях. Усилия китайского государства по модернизации национального финансового рынка представляют собой последовательную цепь реформ, внутренне логичную и неразрывную.

##### ***Первая реформа финансового рынка 1993 – 1998 гг.***

Несмотря на то, что идеология развития Китая, начиная с 1978 года предусматривала политику «открытых дверей», в рамках которой особое внимание

уделялось привлечению иностранных инвестиций, активного развития финансового рынка не наблюдалось. Период развития китайского финансового рынка с 1978 г. по 1992 г. в азиатской литературе получил наименование стадии эмбрионального развития [33], а основной объем иностранных инвестиций, привлекаемых в Китай в этот период, имел форму прямых иностранных инвестиций.

План реформы был организационно подразделен на план реформы банковской системы и план развития финансового рынка. Реформа банковской системы считалась главной, в то время как развитие финансового сектора, как предполагалось, последует за развитием банков.

Основные положения реформы банковской системы [34]:

- реформа центрального банка, в результате которой должен быть создан полноценный центральный банк, обладающий операционной независимостью;
- развитие коммерческих банков, постепенное превращение государственных банков в коммерческие банки;
- создание «политических» банков (Государственный банк развития, Экспортно-импортный банк Китая и Китайский банк развития сельского хозяйства) для концентрации в них целевого кредитования проектов государственного значения.

Требования по развитию и совершенствованию финансового рынка [34]:

- в части развития рынка капитала: расширение рынка акций; стимулирование выпуска корпоративных облигаций; повышение доверия к эмитентам акций; стандартизация эмиссий;
- в части развития кредитного рынка: развитие вторичной торговли государственными облигациями, на котором центральный банк мог бы проводить операции на открытом рынке и регулировать денежное предложение;
- в части систему управления курсом валюты: постепенный переход к управляемому плавающему курсу, имея в виду долгосрочную цель конвертируемости юаня;
- в части развития инфраструктуры: развитие бухгалтерских, аудиторских, консалтинговых и адвокатских контор, нотариальных и арбитражных организаций, введение контроля деятельности организаций по оценке имущества и состоятельности.

Реформы были нацелены на формирование основ рыночной финансовой системы Китая. Важнейшим их результатом стало формирование законодательной базы для функционирования финансового рынка. В 90-е годы были приняты Закон о компаниях (декабрь 1993 г.; вступил в силу 1 июля 1994 г.), Закон о центральном банке (1995 г.), Закон о коммерческих банках (1995 г.), Закон о ценных бумагах (1998 г.), Закон об инвестиционных фондах (1998 г.).

Другим важным результатом стало формирование системы финансовых регуляторов. С 1992 года осуществляют свою деятельность Комиссия по ценным бумагам при Госсовете КНР и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг, объединенные в 1998 году в единый орган. С 1998 года действует Комиссия по регулированию страховой деятельности. Регулятором банковского сектора с 1995 года стал Народный банк Китая.

Данная реформа проходила параллельно с процессом приватизации, начавшимся после речи Дэн Сяопина в октябре 1992 г на XIV съезде КПК о реформе системы социалистической рыночной экономики. Сохранявшие господство в политической жизни коммунистические идеологемы способствовали весьма «кривым» приемам в проведении приватизации, прямым следствием которых стали многочисленные барьеры для развития финансового рынка, которые пришлось исправлять в ходе второй серии реформ китайского финансового рынка. Наиболее известным примером таких «кривых» путей проведения приватизации стало многообразие типов выпускаемых акций.

Важной отличительной характеристикой китайского законодательства, регулирующего финансовый рынок, стало жесткое разграничение коммерческого и инвестиционного банкинга, запрещение коммерческим банкам осуществлять операции с корпоративными ценными бумагами [35, С. 333].

В ходе первой реформы финансового сектора Китая было заложено много специфических элементов, часть из которых впоследствии стала тормозить развитие финансового рынка в Китае, либо способствовала снижению его устойчивости и стабильности:

- избыточно высокий объем банковского кредитования, в том числе высокая доля плохих долгов;
- использование квотирования как механизма допуска на фондовый рынок реципиентов инвестиций;

- стимулирование населения к накопительству и к применению с аккумулированных сбережений на финансовом рынке.

Наметившееся в 1990-е годы снижение темпов экономического роста, сопровождавшееся возникновением относительного недостатка источников финансирования инвестиций (как иностранных, так и бюджетных) заставило обратиться к финансовому рынку как к потенциально значительно более крупному источнику инвестиционных ресурсов и начать новую серию реформ финансового рынка.

### ***Реформа финансового рынка Китая в 2002 – 2006 гг.***

В отличие от первой реформы, какого-то одного специального решения на высшем партийном уровне о новой реформе финансового рынка не принималось. Второе отличие от предыдущей реформы – значительно большее внимание к развитию фондового рынка, программа реформирования которого удостоилась в 2004 году отдельного лозунга от Госсовета («девять рекомендаций») [6, с. 299]. При этом реформа банковской системы в значительной мере была ориентирована на те возможности, которые дает фондовый рынок для развития банковской системы Китая.

Основные направления реформы банковского сектора:

- меры по сокращению объема «плохих кредитов»;
- повышение капитализации банковской системы и обеспечение соответствия уровня достаточно капитала международным стандартам;
- корпоратизация (акционирование) и листинг крупнейших банков;
- расширение доступа иностранного капитала в китайскую банковскую систему.

Для решения проблемы «плохих кредитов» применялись два специальных инструмента:

- повышение резервных требований, нацеленное на создание действенных ограничений на выдачу кредитов, которые могут стать «плохими» (реализовано в 2004 г.);
- передача «плохих кредитов» с балансов коммерческих банков четырем специально созданным компаниям по управлению банковскими активами [36, с. 8].

В результате доля «плохих кредитов» в общем объеме банковских активов в Китае снизилась с 17,9% по состоянию на конец 2003 года до 1,8% на конец 2009

года [36, с. 6]. Это, в сочетании с ростом банковского капитала, кардинально увеличило возможности банков по кредитованию национальной экономики.

Целями реформ второй волны на рынке капитала на партийном уровне назывались:

- построение многоуровневого финансового рынка с высокой диверсификацией финансовых продуктов;
- реформы акционерного капитала в целях повышения доли обращающихся акций (free float).

Однако в реальности реформа фондового рынка и по целям, и по мерам, и по результатам оказалась намного шире заявленных целей. Основными направлениями реформы фондового рынка Китая в 2002 – 2006 гг. стали:

- реформа системы владения акциями, либерализация иностранных инвестиций в акции, в том числе введение возможности быть стратегическими инвесторами;
- реформа не обращающихся на рынке акций;
- новое корпоративное законодательство, повышение прозрачности, реформа листинга и правил биржевой торговли;
- новые стандарты финансовой отчетности;
- создание Фонда защиты инвесторов и другие мероприятия по защите интересов розничных инвесторов;
- реформа IPO;
- реструктуризация индустрии рынка ценных бумаг;
- применение политики чередования стимулирования и дестимулирования.

В 2005 году был создан Фонд защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг (SIPF). Его создание имеет исключительно высокую значимость для китайского фондового рынка, имея в виду такие два важнейшие его специфические черты, как высокая доля частных мелких инвесторов на рынке акций и высоковолатильный характер динамики китайских фондовых индексов. Поэтому создание Фонда можно расценивать как ключевой элемент реформ 2002 – 2006 гг.

Кроме создания Фонда защиты инвесторов, были реализованы также и другие меры, направленные на защиту интересов внутренних частных инвесторов. Среди важнейших мер в данном случае традиционно называют реформу не обращающихся на рынке акций [37]. Кроме этого, следует выделить [35], [38]:

- расширение прав миноритарных акционеров в рамках реформы корпоративного законодательства;

- введение в законодательство и в нормативные документы регулятора, регламентирующие новые эмиссии акций корпораций, уже представленных на бирже, специальных норм, нацеленных на предотвращение размывания капитала в ущерб миноритарным акционерам и сокращения их дивидендных доходов в ситуациях размещений новых акций;

- введение обязательного разделения (сегрегации) собственных средств брокеров и средств клиентов;

- введение в правила торговли фондовых бирж положений, направленных на сокращение потерь инвесторов в результате биржевых паник, а также на информирование мелких инвесторов о повышенных рисках инвестирования.

Политика развития IPO/SPO в Китае заметно отличается от других стран, прежде всего тем, что она сочетает в качестве составных частей подсистему стимулирования IPO/SPO и подсистему ограничений, применяемых в отношении новых эмиссий и их размещений. К таким ограничениям, в первую очередь, следует отнести такой специфически китайский механизм, как квотирование IPO. Квотирование предполагает определение государственными органами определенного предельного значения IPO, которое может быть осуществлено в течение календарного года, а также включение компаний, претендующими на проведение IPO, в эту квоту.

В рамках второго этапа реформ финансового сектора Китая реформа IPO оказалась наиболее результативной. Можно выделить несколько наиболее важных изменений в регулировании публичных размещений акций в Китае в этот период:

- дополнение административных методов квотирования рыночными (с привлечением финансовых организаций);

- установление спонсорской системы в подготовке и проведении IPO, повышение ответственности андеррайтера, в т.ч. не только в части гарантирования размещения;

- расширение круга компаний, имеющих право выхода на IPO, за счет молодых компаний, а также создания возможностей для вывода на рынок материнских (холдинговых) компаний;

- повышение гибкости механизмов определения цен размещения;

- внедрение в практику двойных листингов (на внутренней и на иностранной бирже).

Реформа IPO, осуществленная в 2002 – 2006 гг., привела к многократному росту объема инвестиций, привлекаемых через размещение акций на внутреннем рынке. Если в течение 2002 - 2004 гг. ежегодный объем IPO на китайских биржах колебался на уровне около 8 млрд. долл., а в 2005 году в связи с приостановкой IPO до завершения процесса реформы необращающихся на рынке акций снизился до 4 млрд. долл., то начиная с 2006 года начался феноменальный рост этого показателя. По данным Всемирной федерации бирж, в 2006 году на китайских биржах эмитентами акций было привлечено 22 млрд. долл., а в 2007 году – уже 100 млрд. долл. В настоящее время данный показатель колеблется в пределах от 70 млрд. долл. в год (2013 г.) до 144 млрд. долл. в год (2010 г.), при этом начиная с 2010 года объем привлечения инвестиций на биржах материкового Китая стабильно выше аналогичного показателя на Гонконгской фондовой бирже. По объему инвестиций, привлеченных на первичном биржевом рынке за последние 5 лет (2009 – 2014 гг.) Китай вышел на твердое второе место в мире после США (623 млрд. долл.).

Реформа IPO, проведенная в Китае, привела, кроме значительного увеличения совокупного привлечения инвестиций, также к ряду существенных качественных изменений. Привлечение инвестиций на внутреннем первичном рынке акций стало для китайских компаний массовым явлением. В 2014 году, по данным IPO Database Всемирной федерации бирж, на двух китайских биржах (Шанхайской и Шэньдженской) было проведено 125 IPO/SPO, среди которых были как крупные размещения (в том числе на сумму более 1 млрд. долл.), так и многочисленные мелкие (в т.ч. 56 размещений объемом до 50 млн. долл.) [39].

Реформы 2002 – 2006 гг. стали решительным прорывом в части развития китайского финансового рынка, благодаря которому он стал одним из ведущих мировых финансовых центров. Именно благодаря усилиям этого периода в последующие годы устойчиво повышались оценки глобальной конкурентоспособности китайского финансового рынка. Вместе с тем после этих реформ осталось определенное количество не решенных проблем, препятствующих дальнейшему эффективному развитию китайского финансового рынка.

Наиболее существенными проблемами, оставшимися не решенными на втором этапе реформ видятся следующие:

- создание многоуровневого рынка капиталов;
- высокие транзакционные издержки;
- высокая волатильность рынка;
- дестимулирующая роль государства (в т.ч. преобладающее участие государства в виде собственника крупнейших банков и небанковских институтов, государственно значимых компаний и банков как эмитентов и инвесторов).

***Дальнейшее совершенствование китайского финансового рынка после кризиса 2008 года.***

На новом этапе развития китайского финансового рынка в центре внимания органов регулирования оказались как принципиально новые задачи по дальнейшему развитию национального финансового рынка и повышению его глобальной конкурентоспособности, так и задачи, не решенные в ходе предыдущего этапа реформ, а также задачи, связанные с преодолением вновь возникших проблем и ограничений развития.

В мае 2015 года правительство КНР выпустило заявление «О некоторых мнениях по дальнейшему содействию здоровому развитию рынков капитала» (“Concerning Several Opinions to Further Promote the Healthy Development of Capital Markets”), в котором были определены цели развития рынка капитала на период до 2020 года. Было заявлено, к этому периоду должен быть сформирован «разумно структурированный, полностью функциональный, стандартизированный и прозрачный, здоровый и эффективный, открытый многоуровневый рынок капитала. Развитие Китая должно быть энергичным, с конкурентоспособным в международном масштабе финансовым рынком, полностью развитым обслуживанием реальной экономики, на котором будет осуществляться эффективное управление рисками, достигнуто полное развитие всех потребностей финансового рынка, которое диктуется экономической глобализацией». Ключевыми словами стали открытость и рыночность (opening up and marketization) [40].

В это же время Народный Банк Китая, распространил заявление в связи с презентацией очередного национального Доклада о финансовой стабильности, в котором намечены контуры финансовой политики, которая будет проводиться в Китае в ближайшем будущем. Как следует из этого заявления, в 2015 году Китай будет адаптироваться к экономике «новой реальности», приоритетами станут трансформация модели роста и реструктуризация промышленности. Будет

продолжено применение активной финансовой политики и стабильной денежной политики, в то время как будут постепенно продолжаться реформы и открывание финансового сектора [41].

Основные направления совершенствования китайского финансового рынка в 2008 – 2015 гг.:

- 1) Развитие внутренних институциональных инвесторов.
- 2) Расширение доступа иностранных инвесторов.
- 3) Повышение доступности финансового рынка для мелких и средних предприятий.
- 4) Продолжение совершенствования процедур IPO.
- 5) Совершенствование механизмов защиты инвесторов.
- 6) Реформирование и развитие банковской системы.
- 7) Обеспечение полноты рынка (поддержка финансовых инноваций, внедрение новых продуктов и инструментов, стимулирование развития срочного рынка и других отстающих секторов финансового рынка).

Одной из острых проблем китайского финансового рынка остается проблема избыточного влияния на конъюнктуру рынка многочисленных мелких инвесторов при относительно слабом влиянии институциональных инвесторов. Поэтому важнейшим направлением совершенствования китайского финансового рынка на современном этапе его развития стала политика государства по стимулированию развития институциональных инвесторов, в первую очередь внутренних.

Среди наиболее важных мер по продвижению реформы IPO на новом этапе необходимо выделить [42, с. 26 - 39]:

- 1) пересмотр нормативного документа «Меры по администрированию предложения ценных бумаг и андеррайтинга» (Measures for the Administration of Securities Offering and Underwriting), в рамках которого были реализованы регуляции по:
  - a. трансферам акций перед IPO;
  - b. предварительному раскрытию информации;
- 2) усиление надзора в процессе IPO и в связанных с IPO ситуациях, в т.ч.:
  - a. надзора над раскрытием информации компаниями, намеренными или выходящими на IPO (pre-IPO companies);
  - b. надзора в процессе IPO;

c. последующего надзора по итогам IPO (ex post supervision of IPOs);  
d. надзора над раскрытием информации публичными компаниями, имеющими листинг на внебиржевом рынке, в первую очередь в рамках NEEQ, в том числе через улучшение саморегулирования в рамках этой системы;

3) начало реформы делистинга;

4) реформирование секции рынка для предприятий роста:

a. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг внесла изменения в «Меры по администрированию IPO и листинга компаний на секции рынка для растущих компаний (ГЕВ).

Уровень защиты инвесторов в Китае традиционно признается слабым местом, поэтому работа по усилению защиты инвесторов ведется китайским регулятором исключительно интенсивно по многим направлениям, в т.ч. [42, с. 47 - 51]:

- улучшение механизмов голосования на общих собраниях акционеров;

- совершенствование дивидендных политик публичных корпораций, включая повышение доли компаний, выплачивающих дивиденды денежными средствами; улучшение процесса принятия решений о дивидендных выплатах; повышения качества систем распределения доходов между акционерами;

- повышение компенсаций акционерам за разводнение капитала публичными компаниями, в т.ч. в сделках слияний и поглощений;

- мониторинг выполнения требований листинга;

- снижение риска дефолтов по облигациям через одобрение эмитентами облигаций требований по обеспечению безопасности инвестиций;

- учреждение многоуровневых механизмов разрешения споров на финансовом рынке, включающих использование услуг профессиональных медиаторов по спорам, связанным с ценными бумагами, а также координацию между медиацией и арбитражем;

- улучшение механизмов компенсации для инвесторов;

- образование инвесторов, улучшение работы «горячей линии».

Общая цель реформы и развития банковского сектора на современном этапе – установление «пяти систем» [43, с. 30]:

- системы банковских институтов с широким покрытием сервисов, диверсификацией стратегий и высокой эффективностью;

- системы банковских услуг, отвечающих потребностям реального сектора;

- система управления с лучшим контролем рисков и эффективностью банковских операций;
- стабильная и благоразумная система регулирования;
- система координации финансового рынка, обслуживающего реальную экономику в соответствии с требованиями социалистической рыночной экономики.

В числе важных задач банковской системы Китая на новом этапе развития – обеспечение инклюзивности финансовых услуг (financial inclusion). Решение этой задачи предполагается достичь через 3 группы мероприятий:

- развитие финансовых услуг для малых и средних предприятий и повышение доли таких услуг в структуре всех банковских услуг;
- обеспечение финансовыми услугами сельской и пригородной местности;
- обеспечение финансовыми услугами местных органов власти.

#### ***Краткие выводы из анализа реформ китайского финансового рынка***

Анализируя весь опыт развития и реформирования финансового сектора Китая с 1990-х годов по настоящее время с точки зрения его применимости к российским условиям, необходимо иметь в виду ряд принципиальных специфических характеристик китайской финансовой системы. Среди этих специфических черт необходимо выделить:

- китайский рынок капитала характеризуется ведущей ролью частных инвесторов, основанной на экстремально высоком (по сравнению с другими странами) значении доли населения в операциях с акциями и владении акциями, что предопределяет, во-первых, высочайшую значимость населения как основного инвестора, в том числе с точки зрения привлечения инвестиций на фондовом рынке, и во-вторых, повышенную волатильность китайского фондового рынка;
- преобладание задач развития финансового рынка над задачами банковской системы (сначала частного инвестора стимулируют к инвестициям на фондовом рынке, и лишь в самое последнее время начинают размышлять о стимулировании банковских депозитов);
- сохранение контроля со стороны государства над крупнейшими китайскими финансовыми организациями, включая инфраструктурные, и над крупнейшими эмитентами ценных бумаг;
- осознанное использование регуляторами как стимулирующих к развитию мер, так и дестимулирующих (ограничивающих).

Обращаясь к китайскому опыту, в определенном смысле мы имеем дело с иной философией финансового регулирования, предполагающей наличие мер регулирования конъюнктуры финансового рынка, которые нельзя в полной мере отнести к административным мерам. Китайские регуляторы стараются никогда не дать расти рынку (или какому-то значимому сегменту финансового рынка) «на полную мощь», у них всегда должен оставаться некоторый набор ограничений, отменяя которые, они способствуют росту рынка, и, напротив, вводя которые, они способствуют торможению рынка.

В качестве примеров в данном случае следует привести:

- постоянные флуктуации уровня транзакционных издержек (обеспечиваемых за счет периодической отмены налога на операции с ценными бумагами и периодического их введения или даже введения в тройном размере);
- периодически отменяемые барьеры для IPO/SPO (периодическая отмена квот с последующим ее восстановлением на том или ином уровне, также зависящем от текущей конъюнктуры рынка);
- постепенно отменяемые барьеры входа для иностранных инвесторов;
- периодически изменяющиеся лимиты вывоза китайскими гражданами наличной валюты за рубеж, а также лимиты на снятие денег в банкоматах за рубежом (в ноябре 2015 г. они были вновь повышены до 50 тыс. юаней в год, с дальнейшим ростом этого лимита на 2016 год до 100 тыс. юаней [44]) и т.д.

#### **4.4. Последовательная цепь реформ финансового рынка Кореи**

Несмотря на то, что в Южной Корее первая компания, осуществлявшая деятельность, связанную с ценными бумагами, появилась в 1949 году, первое объединение дилеров, осуществлявших операции с ценными бумагами - в 1953 году, а первая фондовая биржа – в 1956 году, система регулирования финансового рынка Южной Кореи начала выстраиваться значительно позже. Первые законы были приняты в 1960-х годах.

На первом этапе развития корейского финансового рынка министерство финансов и экономики Кореи выступает как высший орган, осуществляющий одновременно и регулирование рынка ценных бумаг и надзор за деятельностью

институтов на указанном рынке. В его подчинении находились регулятор и надзорный орган по рынку ценных бумаг: Securities and Exchange Commission (SEC), Securities Supervisory Board (SSB) и корейская фондовая биржа (KSE) [45].

Южная Корея открыла национальный рынок ценных бумаг для прямых иностранных инвестиций в 1992 году. С тех пор иностранные инвесторы могут напрямую совершать операции с акциями, обращающимися на KSE, при условии соблюдения установленных лимитов и ограничений, которые были отменены или существенно снижены только в 1998 году в качестве одной из мер по выходу из кризиса.

В середине 1990-х годов в Южной Корее был принят акт, ознаменовавший становление в стране регулирования срочного рынка: Futures Trading Act of 1995. Тем самым был дан старт развитию одного из крупнейших в современном мире срочных рынков.

Экстраординарные темпы экономического роста стран Юго-Восточной Азии в конце 1990-х годов сменились девальвацией их национальных валют, банкротством национальных банков, а также общей стагнацией их экономик. Начался т.н. Азиатский кризис, который ударил сильнее всего по Южной Корее. В качестве причин этого назывались: существенная обремененность банковского сектора Южной Кореи невозвратными долгами чеболей, нацеленных не на повышение прибыльности своего бизнеса, а на его экстенсивное развитие посредством расширения занимаемой ими доли рынка, непрозрачность чеболей и низкое качество корпоративного управления, прежде всего, в тех же чеболях.

Ключевую роль в спасении южнокорейской экономики сыграл Международный валютный фонд (МВФ), предоставивший стране пакет помощи в обмен на проведение серии экономических реформ, направленных на сокращение государственных расходов и снижение дефицита бюджета, отказ от санирования не являвшихся финансово устойчивыми и платежеспособными банков и финансовых институтов, введение обязательных публичных вливаний для проведения реструктуризации банков, реформирование чеболей, привлечение иностранных инвестиций в страну, а также агрессивное повышение процентных ставок.

В 1998 году был создан единый надзорный орган Financial Supervisory Commission (FSC). Правоустанавливающие функции остались у министерства финансов и экономики.

Выход из тяжелого кризиса осуществлялся не только на основе займов МВФ, но и при привлечении масштабных иностранных инвестиций в экономику, в том числе в финансовую сферу. В рамках выполнения условий предоставления займов МВФ были сняты все ограничения на иностранные портфельные инвестиции.

Важнейшим направлением государственной политики после Азиатского кризиса стала политика по реструктуризации чеболей, предусматривающая их трансформацию в холдинги, повышение их прозрачности, приведение стандартов финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами, повышение качества корпоративного управления, усиление защиты миноритарных акционеров.

Реализация в Южной Корее предложенных МВФ мер по спасению ее экономики позволили к 2001 году создать в стране плацдарм для последующего реформирования ее финансового рынка в целях повышения его глобальной конкурентоспособности. Был взят курс на превращение Южной Кореи в международный финансовый центр, в рамках которого была реализована, начиная с 2005 года, масштабная комплексная реформа корейского финансового рынка.

Основными направлениями этой реформы стали:

- 1) Принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act).
- 2) Меры по объединению инфраструктуры финансового рынка (создание единой национальной универсальной биржи).
- 3) Принятие единого закона для всех сегментов финансового рынка (Financial Investment Services and Capital Markets Act).
- 4) Создание мегарегулятора, объединяющего регулятивные и надзорные функции в отношении всех сегментов финансового рынка.
- 5) Развитие рынка облигаций.
- 6) Полная либерализация валютных операций.
- 7) Принятие закона об учреждении финансового центра (Financial Hub Act).
- 8) Подготовка специалистов по финансам международного уровня.
- 9) Переход на международные стандарты бухгалтерской отчетности.

Основная часть направлений были реализованы в соответствии с решениями, принятыми правительством Южной Кореи в 2006 году (пункты 1, 5, 6, 7, 8). Вместе с

тем часть направлений начали реализовываться еще с 2005 года, другая часть направлений стала реализовываться в соответствии с более поздними решениями.

Анализ расставленных приоритетов позволяет увидеть два крупных кластера, две основные точки приложения усилий, две укрупненные группы направлений, в рамках которых предпринимаются основные действия.

Первая укрупненная группа объединяет направления, обозначенные нами в вышеприведенном перечне номерами 1 – 4. Охарактеризовать ее можно как усилия по унификации – финансовым институтам позволяется проводить различные финансовые операции и поэтому они становятся универсальными; унификация (кодификация) финансового законодательства; унификация органов регулирования и надзора – создание единого мегарегулятора; унификация организации торговли (создание единой универсальной биржи).

Вторая укрупненная группа объединяет направления, обозначенные нами в вышеприведенном перечне номерами 6 – 9. Охарактеризовать ее можно как усилия по глобализации и привлечению на национальный финансовый рынок иностранных участников.

Развитие рынка облигаций является частью более широкого направления реформирования, старт которому был дан ранее, и который можно охарактеризовать как расширение спектра инструментов.

В феврале 2008 года произошло создание полноценного мегарегулятора, объединяющего регулятивные (правоустанавливающие) и надзорные функции в отношении всех секторов финансового рынка - Financial Services Commission (FSC). Он был создан путем объединения Financial Supervisory Commission, являвшейся органом финансового надзора, с частью подразделений министерства экономики, от которого были переданы правоустанавливающие функции. Кроме того, значительная часть полномочий была передана от Банка Кореи [46].

В 2015 году было объявлено, что мегарегулятор (FSC) будет реформировать корейский финансовый рынок под лозунгом «Новая стратегия лидерства» в целях усиления глобальной конкурентоспособности и поддержки экономического роста. Были сформулированы новые цели нового этапа реформ корейского финансового рынка. Предполагается, что этот этап будет основан на трех стратегиях [47]:

- способствовать самостоятельности и ответственности;
- усилить поддержку реальной экономики;

- повысить конкурентоспособность финансового сектора.

Таким образом, в настоящее время начинается новый этап реформ финансового сектора Кореи, опирающийся на достижения предыдущих этапов реформ. Выстраивается единая цепь постоянно проводимых реформ, которые уже привели к превращению корейского финансового рынка в развитый финансовый рынок, и способствуют дальнейшему повышению места Кореи в рейтингах национальных финансовых рынков и международных финансовых центров.

#### **4.5. Индия. Программа «Сто малых шагов» (2009 год) и предшествующие реформы**

Финансовый рынок Индии, относящийся к категории развивающихся финансовых рынков, имеет весьма длинную историю развития, уходящую в 19-й век. Бомбейская фондовая биржа является старейшей в Азии, она была основана в 1875 году. Индийский закон о компаниях был впервые принят в 1895 году, прошел многочисленные совершенствования, но после обретения Индией независимости (1947 год) был разработан и принят новый закон о компаниях 1956 года. Закон о контроле над сделками с ценными бумагами действует с 1925 года, закон о выпусках акций функционирует с 1947 года, билль о контрактах на ценные бумаги – с 1954 года. Индийское законодательство в значительной мере основано на английских юридических традициях, на английском праве и английских судебных институтах.

Реформирование финансового рынка в Индии традиционно происходит в рамках более широких реформ, охватывающих все или очень многие аспекты хозяйственной жизни.

Наиболее кардинальная экономическая реформа в Индии началась в 1991 году как ответ на замедление экономического роста, катастрофическое положение широких народных масс (ставшее следствием устойчивого 40-летнего опережения темпов роста населения над темпами роста экономики), угрозу суверенного дефолта. Первые робкие шаги в сторону либерализации были сделаны еще в 1980-х годах, но они не дали необходимого масштабного эффекта.

Поэтому в 1991 году была проведена комплексная резко либеральная реформа, которая реализовала крайне быстрый и резкий переход к принципиально

новому режиму регулирования, основанному на максимально полном снятии ограничений, развитии массовой частной предпринимательской инициативы:

- резкое упрощение системы ограничений на создание собственного бизнеса и занятие бизнесом, в том числе практически полная ликвидация (в 25 отраслях из 27) системы лицензирования;

- введение конвертируемости национальной валюты (рупии);

- открытие для иностранных инвесторов фондовых рынков и корпораций (полное открытие публичных компаний и резкое увеличение предельных долей иностранных инвесторов в непубличных корпорациях);

- приватизация большого количества государственных компаний;

- снижение налоговой нагрузки.

Реформы Индии 1990-х – 2000-х годов имеют свою специфику, позволившую отдельным исследователям именовать индийскую концепцию либеральных реформ в целом как «Делийский консенсус» [48]. Нынешний министр финансов Индии с гордостью заявляет: «Основой наших экономических реформ являются либерализация, приватизация и глобализация» [49]. По многим позициям реформу 1991 года в Индии можно характеризовать как либертарианскую, значительно отличавшуюся от классических либеральных реформ глубиной и скоростью преобразований.

В рамках этой реформы были проведены кардинальные преобразования финансового сектора Индии. Были созданы финансовые регуляторы современного типа. В 1992 году был создан Совет по ценным бумагам и биржам (SEBI - Securities and Exchange Board of India), как неправительственная организация, лишенная правоустанавливающей функции до 1995 года, когда Совет получил право формировать нормы регулирования на фондовом рынке. В 1994 году был создан надзорный орган банковского сектора – Совет по финансовому надзору (Board for Financial Supervision - BFS), в качестве комитета совета директоров Резервного Банка Индии. В 2000 году создан специальный регулятор для страхового сектора – Агентство по регулированию и развитию страхования (Insurance Regulatory and Development Authority - IRDA).

Спецификой Индии, укрепившейся в период реформ 1991 года, стало формирование максимально диверсифицированной системы финансового регулирования надзора, предполагающей крайнюю высокую степень специализации

отдельных органов. Квалифицировать ее как ярко выраженную функциональную или как ярко выраженную институциональную модель финансового регулирования не представляется возможным – отдельные органы регулирования и надзора специализированы по принципу выделения институтов, но другие созданы в результате выделения в качестве поля ответственности определенных функций. При этом множественность регулирующих и надзорных органов неизбежно создает многочисленные ситуации пересечения интересов и дублирования функций.

Наиболее заметным отличием индийской архитектуры финансового регулирования от сложившихся в мире стандартных моделей регулятивной архитектуры является отделение вопросов корпоративного управления и надзора за деятельностью нефинансовых корпораций, являющихся эмитентами эмиссионных ценных бумаг, в целом, от прочих вопросов финансового регулирования и надзора. Вопросы корпоративного поведения и развития были отнесены в ведение министерства финансов, в рамках которого был специально создан Департамент по делам компаний, преобразованный в 2004 г. в отдельное министерство по делам корпораций (Ministry of corporate affairs – MCA) [50, p. 5].

Индийский подход к формированию национального финансового рынка имеет ряд других особенностей, отличающих Индию от других стран с развивающимися финансовыми рынками. Во-первых, в Индии благодаря долгосрочной традиции функционирования акционерных обществ выработались свои подходы к корпоративному управлению. Во-вторых, Индия характеризуется чрезвычайно высокой раздробленностью инфраструктуры финансового рынка. В-третьих, дефрагментация рынка предопределила также формирование отдельных компенсационных фондов при биржах, деятельность которых регламентирована руководством, утвержденным министерством финансов [6, с. 279]. В-четвертых, в Индии чрезвычайно широко применяются специализированные суды, причем их специализация может быть достаточно узкой. Используются не только финансовые трибуналы, рассматривающие глубоко спорные вопросы, возникающие в связи с деятельностью на финансовом рынке, но и специальный суд по взысканию долгов, специальный арбитраж по рассмотрению правомочности деятельности регуляторов и т.д.

Существенным аспектом деятельности финансовых регуляторов является тот факт, что в Индии они встроены в достаточно жесткую систему централизованного

планирования, не характерную для большинства стран развивающегося мира. Стратегическое планирование в Индии осуществляется на основе 5-летних планов развития. Начиная с разработки 9-го пятилетнего плана (1997 г.) упор на развитие государственного сектора больше не делался, и план становился постепенно все более индикативным.

Особое место в системе правительственных органов, вырабатывающих стратегию развития Индии в целом и развития отдельных секторов, повышения качества отдельных элементов эффективности общественной организации занимает Комиссия по планированию Правительства Индии (Planning Commission, Government of India). Именно эта комиссия выдала мандат группе авторитетных экспертов на разработку стратегии развития финансового сектора Индии под руководством экономиста с мировым именем Рагхурама Раджана, которая было опубликована в 2009 году под названием «Сто малых шагов» (A Hundred Small Steps).

Авторы доклада указывают, что имеются, по крайней мере, три причины для проведения реформы финансового сектора:

- вовлечь как можно больше индийцев в процесс экономического роста;
- ускорить экономический рост;
- усилить финансовую стабильность, гибкость и устойчивость финансового сектора, и тем самым защитить экономику от турбулентности, которая имела место на развивающихся рынках в прошлом, а сегодня (текст писался в 2008 году) затрагивает и развитые промышленные страны.

В программе реформ 2009 года сформулировано 35 рекомендаций [51, р. 5 - 19], наиболее интересные из которых мы приводим ниже. Рекомендации 1 и 2 касаются создания благоприятных макроэкономических условий для развития. Рекомендации 3 – 6 ориентированы на расширение доступа к финансовому рынку. Рекомендации 7 – 12 нацелены на выравнивание условий конкуренции. Рекомендации 13 – 19 нацелены на создание более эффективных и ликвидных рынков. Рекомендации 20 – 28 разработаны в целях создания благоприятного для роста регуляторного обеспечения (и включают, в том числе рекомендации по изменению законодательства и рекомендации по изменению архитектуры финансового регулирования). Рекомендации 29 – 35 нацелены на создание сильной инфраструктуры кредитного рынка.

Рекомендация 1. Резервный Банк Индии должен иметь простую формальную цель, непосредственно связанную со снижением инфляции (выраженной либо в точном значении, либо в диапазоне значений) на среднесрочную перспективу, и неуклонно двигаться к единому инструменту достижения этой цели. Таким инструментом должна стать краткосрочная ставка процента по репо и обратным репо.

Рекомендация 7. Продать маленькие низкоприбыльные банки общественного сектора, по возможности другим банкам или стратегическим инвесторам, обеспечив им доступ к опыту последних, а также внешнюю оценку.

По отношению к крупным банкам общественного сектора возможностей меньше. Продать их крупным иностранным банкам означает создать проблемы с концентрацией банковского бизнеса. Продажа этих банков промышленным группам поднимет вопрос о финансовой стабильности, так как они, с высокой вероятностью, будут использоваться для внутреннего финансирования группы, т.е. станут кэптивными банками.

Рекомендация 8. Создать сильные советы директоров для крупных банков общественного сектора, с усилением роли акционеров-аутсайдеров в этих советах (включая, возможно, и стратегических инвесторов из частного сектора), передавая власть от наемных менеджеров совету директоров.

Рекомендация 18. Создавать более дружественную среду для инноваций, ускоряя процесс одобрения (допуска) продуктов, в ходе которого необходимо концентрироваться на анализе системных рисков, мошенничества, прозрачности, исполнения контрактов и приемлемости практик продажи таких продуктов. Порог входа таких продуктов на профессиональные рынки должен быть низким, что позволит создать возможности для экспериментов.

Рекомендация 22. Действия регулятора должны быть предметом рассмотрения Апелляционного трибунала финансового сектора (Financial Sector Appellate Tribunal), который должен быть учрежден вместо (или наряду с) Апелляционного трибунала рынка ценных бумаг (Securities Appellate Tribunal).

Рекомендация 24. Распределение между регуляторами функции надзора за компаниями должно быть проведено таким образом, чтобы Совет по ценным бумагам и биржам осуществлял надзор за котирующимися компаниями, в то время

как все не представленные на бирже компании отчитывались перед Министерством по корпоративным делам Индии.

Рекомендация 26. Организовать Рабочую группу по контролю проведения запланированных реформ, которую возглавит Министр финансов Индии.

Рекомендация 31. Продолжать усилия по улучшению процедур регистрации прав собственности на землю, включая полной кадастровое картографирование земель, обеспечение совместимости существующих земельных регистров, введение обязательности регистрации всех сделок на землю, компьютеризацию всех регистрационных записей, и обеспечение легкого доступа к этим записям. Авторы доклада также предлагают учредить специальный суд, который бы рассматривал споры по земельным вопросам.

Все рекомендации также разделены на три группы, с точки зрения приоритетов и основных сложностей по их реализации. Выделяются меры, которые являются легкими для реализации («низко висящие фрукты»); технически простые для реализации, но имеющие сложности другого рода (преимущественно политического характера); трудные для реализации как с технической, так и с политической точки зрения. Такое подразделение намеченных мер, как представляется, может быть весьма полезным и для российских условий. Оно, вероятно, может способствовать более полной реализации разработанных стратегий развития в разных областях, в том числе в области финансового сектора.

## **Глава 5. Предложения по повышению глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации**

### **5.1. Меры, реализованные в странах-конкурентах России, которые могут быть эффективно применены в России**

Выделим ряд пунктов (признаков), отличающих успешные (успешно реализованные) программы развития национальных финансовых рынков и повышения их глобальной конкурентоспособности от неуспешных и/или нереализованных программ. Последовательность пунктов в определенной мере соответствует иерархии их значимости для успеха реформ.

Первым признаком является обязательность, неизбежность выполнения самой стратегии или программы.

В Германии, Китае, Гонконге, Корее программы реформирования национального финансового рынка неизбежно выполнялись. Реформы могли быть реализованы с незначительной задержкой по срокам, но они обязательно реализовывались, и достигались поставленные цели. После очередного этапа могли оставаться проблемы, которые, как выяснялось, нельзя было решить в ходе запланированных реформ. В этом случае данные проблемы решались на следующем этапе.

Во всех странах, успешно реализовавших реформы финансового сектора, были сформированы все необходимые механизмы, обеспечившие такую реализацию. Эти механизмы включают:

- наличие ответственных за всю программу и за каждую составную часть программы;
- правильно и взвешенно сформированную иерархию задач программы, адекватно увязанную с другими целями и задачами государственных органов;
- вовлечение в достижение результатов программы всех заинтересованных лиц, постоянное эффективное их взаимодействие, приводящее к поиску оптимальных решений.

При этом ответственность исполнителей носит преимущественно политический характер.

В России и в Казахстане программы выполнены не были. В этих странах не был назначен государственный орган, который бы мог четко отслеживать выполнение поставленных целей, и тем более отвечать за выполнение программы.

Второй признак – последовательность, постоянно идущий процесс реформ. Он опирается на первый признак, т.е. на обязательность выполнения принятой программы (стратегии) реформ.

В ряде стран (в первую очередь Гонконг, а также Корея и Китай) реформа финансового сектора фактически стала постоянным процессом. Финансовые регуляторы в этих странах занимаются поиском проблем на перспективу, с тем, чтобы в разумные временные рамки успеть сформулировать проблему и найти наилучшее ее решение.

Третье – оптимальное сочетание последовательности (постепенности) и амбициозности планов и программ развития финансового сектора. Исключительно медленное движение по дороге реформ финансового сектора Китая (по сравнению с другими странами с развивающимися финансовыми рынками), тем не менее, на длительном временном интервале приводит к достижению самых амбициозных целей. При этом в течение ряда лет могут накапливаться предпосылки для последующего роста, но временное замедление процессов не заставляет реформаторов отказываться от изначально поставленных целей. Аналогичным примером является Гонконг, поставивший цель стать главным мировым центром управления активами и последовательно двигающийся к этой цели.

Четвертое. Приоритетное внимание вопросам стимулирования внутреннего инвестиционного спроса.

Во всех странах с успешно реализованными программами развития финансового рынка одним из важнейших приоритетов было стимулирование внутреннего инвестиционного спроса. Данное направление деятельности в рамках реформ финансового сектора особенно актуально для Китая, в котором мелкий частный инвестор составляет основу инвестиционного спроса. Приоритет данного направления усилился после кризисов 1997 г. и 2008 г., которые продемонстрировали, что наличие емкого внутреннего спроса является наиболее эффективной защитой от внешних шоков для национальных финансовых рынков. При этом в свете эффективной защиты от внешних шоков все большее внимание уделяется развитию внутренних институциональных инвесторов, которые в меньшей мере подвержены паническим настроениям на рынке.

Строго говоря, емкий внутренний инвестиционный спрос является единственной защитой для развивающегося финансового рынка от мировых кризисов. В отличие от США, и отчасти Европы и Японии, имеющих высокие рейтинги долговых инструментов, развивающиеся рынки лишены возможности защиты от мировой турбулентности путем привлечения иностранных капиталов. Они могут в этих ситуациях надеяться только на внутреннего инвестора, и именно поэтому они все более активно занимаются работой по созданию емкого внутреннего инвестиционного спроса.

Пятое. Наличие большого количества эффективно работающих институтов и механизмов, нацеленных на защиту инвесторов, которые отсутствуют в России.

Во всех странах, реализовавших успешные программы повышения конкурентоспособности своих финансовых рынков, применялись:

- компенсационные фонды, как правило, объединенные в единую компенсационную систему;
- центры по защите прав инвесторов в ценные бумаги и программы защиты инвесторов;
- многочисленные механизмы, снижающие издержки инвесторов при разрешении спорных ситуаций, или при обращениях к возможностям защиты при явном нарушении их прав, в том числе:
  - специализированные суды и арбитражи,
  - учреждение многоуровневых механизмов разрешения споров на финансовом рынке, включающих использование услуг профессиональных медиаторов по спорам, связанным с ценными бумагами,
  - организация координации между медиацией и арбитражем;
  - расширение прав миноритарных акционеров в рамках реформы корпоративного законодательства (особенно явно в Китае и Корее), в том числе:
    - обеспечение неуменьшения дивидендных платежей при размещении новых эмиссий акций,
    - повышение компенсаций акционерам за разводнение капитала публичными компаниями, в т.ч. в сделках слияний и поглощений;
    - введение в правила торговли фондовых бирж:
      - положений, направленных на сокращение потерь инвесторов в результате биржевых паник,
      - жестких критериев листинга, стимулирующих, в том числе, высокую долю акций в свободном обращении;

Как показывает опыт рассмотренных стран, в рамках защиты инвесторов наиболее сильный эффект дают мероприятия по повышению прав миноритарных акционеров, усилению защиты их интересов. Пример Кореи демонстрирует, что усилия в этом направлении могут дать существенный прирост инвестиций, а кроме того, значительно повысить селективную функцию фондового рынка, что способствует росту производительности труда в национальном масштабе и общему росту эффективности.

Шестое. Первоочередное внимание проблемам финансовой стабильности, устойчивости финансового рынка в целом, его отдельных секторов и отдельных (прежде всего, системно-значимых) финансовых организаций.

Активная работа с банковским сектором, как основным источником риска нестабильности. Освобождение от плохих долгов, как свидетельствует опыт Кореи и Китая, является важным условием ускорения экономического роста, которое обеспечивается тем фактом, что финансовый рынок, не отягощенный плохими долгами, начинает в значительно большей мере финансировать экономический рост. Освобождение от плохих долгов также является важнейшим фактором устойчивости финансового рынка.

Как показывает практика, существуют самые разнообразные меры по сокращению объема «плохих кредитов», среди которых особенно интересны меры по повышению капитала и мультиплицированному росту «хороших активов», успешно реализованные в Китае:

- корпоратизация (акционирование) и листинг крупнейших банков, ранее являвшихся непубличными обществами (обеспечение контроля за банками со стороны фондового рынка);
- приватизация государственных банков;
- расширение доступа иностранного капитала в национальную банковскую систему.

При этом в Индии найдена и эффективная альтернатива приватизации банков в тех случаях, когда государство хочет предотвратить захват банковской системы иностранными инвесторами. Такой альтернативой является повышение качества корпоративного управления в коммерческих банках, имеющих «плохие долги», особенно в банках с преобладающим участием государства.

Хорошо зарекомендовала в Гонконге в качестве меры повышения устойчивости банковского сектора реструктуризация банковской системы в форме превращения ее в трехуровневую национальную банковскую систему.

В Китае накоплен интересный опыт по предотвращению рисков, индуцируемых коммерческими банками на рынке репо с вовлечением небанковских финансовых институтов и инвесторов. Для предотвращения таких рисков был применен запрет для коммерческих банков заключения сделок репо с государственными ценными бумагами на фондовых биржах; для организации рынка

репо государственных облигаций организуется специальный внебиржевой межбанковский рынок репо.

Седьмое. Постепенное усиление роли институциональных инвесторов. Практика успешных реформ на финансовом рынке показывает, что важнейшим фактором роста глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка является значимая роль институциональных инвесторов. Можно выделить два основных направления мер, с помощью которых обеспечивалось усиление институциональных инвесторов на национальном рынке:

- повышение разнообразия форм институтов коллективных инвестиций, в том числе за счет допуска иностранных институциональных инвесторов, расширения перечня разрешенных для инвестирования активов и т.д.;

- создание эффективной инфраструктуры, обеспечивающей функционирование институтов коллективных инвестиций и их взаимодействие с инвесторами (создание системы услуг по маршрутизации поручений и расчетам по сделкам с инструментами институтов коллективных инвестиций, введение электронно-цифровой подписи, и т.д.)

Восьмое. Сочетание учета рекомендаций международных финансовых организаций с использованием национальных особенностей как конкурентных преимуществ. В настоящее время практически весь мир перешел на такие международные стандарты, как МСФО и Базель. Как показал анализ деятельности финансовых регуляторов анализируемых стран, все они практически в полном объеме выполнили рекомендации «Группы 20», сформулированные после кризиса 2008 года. Россия выполнила лишь часть из этих рекомендаций, поэтому у нашей страны в этой сфере еще большое поле для работы.

Вместе с тем, применяя передовой опыт и внедряя на национальном рынке международные стандарты, страны с успешно проведенными реформами демонстрируют умение эффективно использовать свои национальные особенности. Так, Китай умело использует отсутствие общедоступного пенсионного обеспечения для того, чтобы направить сбережения населения на фондовый рынок. Гонконг использует близость Китая и величину его экономики и финансового рынка для привлечения индустрии по управлению активами.

Девятое. Обеспечение полноты рынка. Все рассмотренные страны заботятся о повышении полноты финансового рынка, о диверсификации доступных

инструментов. Агрегируя имеющийся опыт, можно выделить следующие направления роста разнообразия обращающихся на рынке инструментов:

- создание многоуровневого рынка акций, на котором в операции вовлечены акции большого количества акционерных обществ, становящихся публичными;
- развитие процессов секьюритизации;
- стимулирование создания сложных синтетических продуктов;
- расширение инструментария срочного рынка (как пример почти абсурдный можно привести Китай с фьючерсами практически на что угодно; как пример исключительно позитивный, можно привести Корею, которая за 5 лет создала крупнейший в мире рынок опционов на фондовый индекс);
- создание институтов и инструментов исламских финансов;
- допуск на национальный рынок иностранных финансовых инструментов.

Десятое. Стратегии и планы развития финансового сектора тесно увязаны с планами и стратегиями социально-экономического развития страны в целом.

Из рассмотренных выше стран, по крайней мере, в 3 из них (Китай, Корея, Индия) программы развития финансовых рынков координируются с 5-летними планами развития страны. При этом положения, касающиеся развития финансового рынка, входят в сами 5-летние планы. Но, кроме того, существуют специальные стратегии развития финансового рынка, которые не связаны 5-летним горизонтом, и которые определяют цели, задачи и целевые индикаторы развития финансового рынка на долгосрочную перспективу.

При этом, с одной стороны, стратегии развития финансового рынка конкретизируют показатели и задачи развития, заложенные в 5-летних планах социально-экономического развития. С другой стороны, долгосрочные стратегии развития финансового рынка являются ориентирами для разработки задач на периоде 5-летнего планирования. Тем самым обеспечивается увязка задач развития финансового рынка с задачами развития страны в целом, ее реального сектора, и с задачами социального развития. По мере роста финансового рынка как источника доходов населения и как инструмента трансформации сбережений в инвестиции значение увязки планов социального развития с планами развития финансового сектора увеличивается.

В Корею программные меры по реформированию финансового рынка также увязываются с программами инновационного развития экономики. Цели и задачи

реформы финансового рынка включаются в трехлетний план экономических инноваций. Новая стратегия лидерства, выдвинутая в Корею в 2015 году, предполагает в качестве важнейшей задачи финансового сектора усилить поддержку реальной экономики.

Одиннадцатое. Усиленное внимание к эффективности регуляторов и адекватности архитектуры финансового регулирования.

Сами регуляторы и органы, которым они подотчетны, прилагают постоянные усилия по повышению эффективности органов регулирования и надзора. Среди весьма интересных инструментов в этой области следует указать:

- создание и поддержание в постоянном работающем состоянии дискуссионной площадки по повышению качества процессов регулирования и надзора;

- внедрение высоких стандартов корпоративного управления в самом регуляторе;

- наличие в каждой стране с успешно реформируемым финансовым рынком национального Института Ценных Бумаг, как надежного помощника регулятора и других органов власти при определении ключевых проблем развития национального рынка капитала;

- наличие постоянно действующих совещаний регулятора с поднадзорными организациями, в том числе в целях поиска наилучших вариантов модернизации законодательства;

- наличие специального трибунала, в котором можно оспорить деятельность регулятора.

Двенадцатое. Развитие рыночной инфраструктуры.

Важнейшим направлением развития рыночной инфраструктуры в последние годы стало ее создание на внебиржевых рынках в целях повышения их надежности. Активно создаются репозитории, центральный контрагент для исполнения сделок на внебиржевом рынке. Кроме того, тенденциями последнего времени на успешно развивающихся финансовых рынках стали:

- создание мостов между биржами,

- создание национальных котировальных систем;

- создание клиринговых мостов между различными клиринговыми системами (в т.ч. между национальными и глобальными) и т.д.

В качестве важного фактора повышения глобальной конкурентоспособности в Гонконге рассматривается созданная там мультивалютная платежная и расчетная инфраструктура. Гонконг стал предоставлять услуги регионального расчетного и платежного центра для наиболее крупных финансовых рынков и экономик региона Юго-Восточной Азии, обеспечивая себе дополнительный гравитационный эффект для капиталов в этой части мира.

Тринадцатое. В странах с развивающимися рынками, в которых идет активное привлечение капитала на рынках акций, происходит весьма активное совершенствование технологий IPO/SPO и надзора в этой области (в первую очередь, в Китае).

Среди последних тенденций в этой сфере следует выделить:

- расширение ответственности андеррайтеров (за счет включения в их зону ответственности а) поручительства за достоверное раскрытие информации эмитентом; б) контроля за соответствием эмиссионных документов законодательству; в) сохранение сопровождения эмитента в качестве финансового консультанта на определенный период времени и после размещения);

- введение обязательности проведения «дью дилидженс», и раскрытия его результатов, в том числе перед регулятором в порядке надзора;

- совершенствование процедуры определения цены размещения в целях обеспечения возможно более справедливого ценообразования, и, соответственно, сокращения волатильности рынка после размещения (в том числе за счет вовлечения в процесс определения цены размещения большого количества инвесторов и посредников);

- расширение периметра надзора в ходе IPO/SPO за счет включения в этот периметр надзора над раскрытием информации компаниями, намеренными или выходящими на IPO (pre-IPO companies) и последующего надзора по итогам IPO.

Четырнадцатое. Все страны с успешно реализованными реформами финансового сектора отличает стремление к превращению своей национальной валюты в свободно конвертируемую валюту (СКВ). Эта черта характерна для всех стран (Корея, Китай, Гонконг), хотя временные горизонты, которые эти страны отводят для превращения национальной валюты в СКВ, могут быть весьма длительными (Китай). Одновременно предпринимаются меры по превращению

национальной валюты в валюту региональных расчетов, как цель промежуточную по отношению к цели превращения национальной валюты в СКВ.

Пятнадцатое. В последние годы в рамках успешных реформ финансового сектора заметную роль играют меры по обеспечению инклюзивности финансовых услуг (financial inclusion). Наиболее активны в этом направлении Китай и Индия.

Шестнадцатое. Кодификация финансового законодательства. Стремление к кодификации отличает фактически все страны с государственными программами по повышению эффективности национального финансового рынка, так как эта мера способствует снижению издержек на юридические вопросы.

По итогам изучения опыта стран с успешно реформируемыми финансовыми рынками необходимо также отметить две закономерности, которые являются крайне показательными для современной России.

Первая из них, на наш взгляд, исключительно важна. По крайней мере, две страны, попавшие в глубокий кризис (Индия 1991 года, Корея 1998 года), осуществили успешный выход из кризиса исключительно через крайне резкую и быструю либерализацию. Китай также, сталкиваясь со снижением темпов роста национальной экономики, начинал ускорять политику либерализации и открытости. Германия в начале 1990-х годов также опиралась на либерализацию, как на один из основных инструментов по выводу финансового рынка из кризиса.

Резкая либерализация приводила к быстрому росту финансового сектора, повышению его роли в экономике, увеличению инвестиций, и, в конечном итоге, - к ускорению темпов экономического роста.

Вторая закономерность касается применения налоговых льгот для стимулирования прихода инвесторов, эмитентов и финансовых посредников на национальный финансовый рынок, в т.ч. иностранных. Анализ указал на крайне ограниченное и осторожное применение налоговых льгот. Такие льготы существуют только в Индии - льготы на долгосрочное держание ценных бумаг, и в Гонконге, но в Гонконге низкие налоговые ставки распространяются на всю экономику. Как выяснилось, наиболее мощные стимулы к развитию финансового рынка лежат не в области снижении налогов. Снижение налогов может лишь усиливать более фундаментальные факторы притяжения капиталов – высокий уровень защиты инвесторов, и, соответственно, наличие емкого внутреннего инвестиционного

спроса, разнообразие инструментов, финансовая стабильность, удобство технологий и комфортность законодательства.

## **5.2. Предложения по повышению глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации**

В настоящем пункте мы предложим сначала те меры, которые хорошо зарекомендовали себя в других странах, но пока не были реализованы в России. Те меры, которые уже были реализованы, собственно говоря, не нуждаются в предложениях и обоснованиях. Предлагаемые меры нами объединены в 4 группы.

### **I. Совершенствование механизмов реализации документов стратегического планирования на финансовом рынке**

1) Создать механизмы (институты), обеспечивающие безусловное выполнение стратегий развития финансового рынка, в т.ч. формирования в России МФЦ:

- политическая и материальная ответственность за невыполнение целей и задач;

- мониторинг степени выполнения и возникающих проблем;

- взаимодействие различных государственных органов;

- четкое распределение полномочий и ответственности, определение иерархий

2) Обеспечить преемственность стратегий развития финансового рынка

3) Оптимизировать в долгосрочном периоде программу развития финансового рынка:

- выбор в качестве целевых показателей максимально достижимых;

- регулярная корректировка тактических задач при неизменности стратегических целей;

- регулярные балансировки с программами развития реального сектора и балансировки внутри финансового сектора

4) Обеспечить взаимный учет и совместимость целей и задач развития финансового рынка, включая повышение его глобальной конкурентоспособности, с целями и задачами социально-экономического развития страны в целом

5) Повысить эффективность финансовых регуляторов и обеспечить поддержание адекватности архитектуры финансового регулирования

## II. Создание емкого внутреннего инвестиционного спроса

6) Обеспечить высокий уровень защиты инвесторов: внедрение механизмов и институтов защиты инвесторов, хорошо проявивших себя в странах-конкурентах России, в т.ч.:

- создание системы компенсационных фондов;
- внедрение механизмов, снижающие издержки инвесторов при разрешении спорных ситуаций (специализированные суды и арбитражи, медиация и т.д.);
- расширение прав миноритарных акционеров и повышение их защищенности;
- ужесточение критериев листинга

7) Стимулирование внутреннего инвестиционного спроса

8) Программа финансовой инклюзии: обеспечение доступности финансового рынка для максимально широкого круга населения

9) Усиление роли институциональных инвесторов, в т.ч. за счет:

- расширения видового разнообразия институтов коллективных инвестиций;
- снятие ограничений на инвестирование в различные виды активов;
- развития эффективной инфраструктуры для институтов коллективных инвестиций;
- допуск иностранных институтов коллективных инвестиций

III. Обеспечение стабильности и полноты финансового рынка, развитие инфраструктуры

10) Первоочередное внимание проблемам финансовой стабильности, устойчивости финансового рынка в целом, его отдельных секторов и отдельных (прежде всего, системно-значимых) финансовых организаций, в т.ч.:

- решение проблемы плохих долгов;
- капитализация банков;
- корпоративизация банков (вывод на биржу с установлением повышенных требований к прозрачности и к корпоративному управлению);
- расширение доступа иностранных инвесторов в банковский сектор

11) Обеспечение полноты рынка

12) Развитие рыночной инфраструктуры

#### IV. Прочие направления

13) Сочетание внедрения мировых стандартов (МСФО, Базель III, стандарты корпоративного управления и др.) с использованием особенностей национального рынка как конкурентных преимуществ

14) Совершенствование рынка IPO/SPO, в т.ч. регулирования и надзора

15) Превращение рубля в свободно конвертируемую валюту

16) Кодификация финансового законодательства

Необходимо обратить внимание, что существуют, по крайней мере, две задачи, которые, при прочих равных условиях могут более быстро и эффективно решаться именно в условиях наличия режима санкций, отрезавших российских реципиентов инвестиций от западных рынков. Именно возникший вследствие этого дефицит инвестиционных ресурсов должен дополнительно стимулировать государство к активному проведению политики по стимулированию внутреннего инвестиционного спроса. В условиях относительной оторванности от иностранных финансовых рынков также может и должна быть быстро решена задача вовлечения широких масс населения в деятельность национального финансового рынка.

Данный перечень мер должен быть дополнен правильной расстановкой приоритетов в государственной политике на финансовом рынке. Эти приоритеты должны быть сформулированы на основе ранее проведенного анализа отставания России от конкурентов по показателям конкурентоспособности и конкурентной силы, а также причин этого отставания, с выявлением «слабых мест» российского финансового рынка (см. с. 33 – 35 настоящего доклада).

Для ликвидации причин отставания России от своих конкурентов необходимо изменить государственную политику на финансовом рынке, обеспечив реализацию следующие приоритетов:

- преимущественный рост небанковского сегмента финансового рынка по сравнению с банковским сектором;

- энергичная реализация программы по формированию в стране крупного долгосрочного институционального инвестора в виде развитой индустрии частных небанковских финансовых институтов, аккумулирующих долгосрочные инвестиции.

Перечень мер, сформулированных по итогам анализа мер, предпринимаемых странами, являющимися конкурентами России на мировом рынке капиталов, и

перечень мер, сформулированных по результатам анализа отставания России от конкурентов на основе показателей конкурентоспособности и конкурентной силы, взаимно дополняют друг друга. Первый перечень значительно шире, однако второй перечень указывает на наиболее болезненные точки и «узкие места», преодоление которых требует кардинального изменения государственной политики на финансовом рынке, изменения ее приоритетов, естественным образом формируя приоритеты государственной политики на финансовом рынке России.

## **Заключение**

Формируемая в настоящее время новая иерархия мировой финансовой системы в виде ядра, состоящего из ограниченного числа крупных финансовых центров, имеющих высокий уровень глобальной конкурентоспособности, и примыкающей к нему периферии, состоящей из большого числа малоликвидных национальных финансовых рынков, предполагает формирование долгосрочных факторов гравитации, обуславливающих дальнейшую концентрацию капитала в рамках ядра. Это будет способствовать перераспределению в пользу финансовых центров, составляющих ядро мировой финансовой системы, факторов долгосрочного развития. Такое перераспределение способствует наблюдаемому в настоящее время изменению иерархии мировой экономической системы.

Мировое хозяйство долгое время описывалось исследователями через простую дихотомию «развитые – развивающиеся экономики». Е.Т.Гайдар отмечал, что такая картина мира была характерна достаточно давно: с начала периода современного экономического роста (в терминах С.Кузнецца) или капиталистического развития (в терминах Э. Мэддисона), то есть с середины XVIII в., или, соответственно, с начала XIX в. (точнее, с 1820 г.) [52, с. 21-24].

Однако в начале нового тысячелетия в мировой экономике обозначился переход к более сложной структуре, в которой дополнительно выделились крупные развивающиеся рынки, ставшие самостоятельным ядром для своих «сателлитов». Наиболее яркий пример такого «нового ядра» представляет собой Китай,

являющийся доминирующим или значимым торгово-инвестиционным партнером для целого ряда государств, в том числе и удаленных географически.

В результате к настоящему времени структуру мировой экономики можно с большей степенью точности охарактеризовать как трехуровневую, где в роли нового уровня выступают национальные экономики, ставшие центрами развивающегося мира. Таким образом, новая структура глобальной экономики может быть описана следующим образом: «развитые экономики – центры развивающегося мира – периферия развивающегося мира».

В качестве стран претендующих на получение статуса центров развивающегося мира наиболее успешными оказываются страны, реализующие политику повышения глобальной конкурентоспособности своего финансового рынка и превращения его в международный финансовый центр. Некоторые из них уже перешли в категорию развитых стран (Корея, Гонконг, Сингапур), другие стали центрами развивающегося мира (Китай), третьи претендуют на эту роль (Индия). К сожалению, Россия в последние годы заметно снизила свой потенциал как будущего центра развивающегося мира, в значительной мере вследствие ухудшения конкурентной силы своего финансового сектора в глобальном контексте.

Практика показывает, что наличие характеристик количественного и качественного лидерства (как в роли глобального лидера, так, отчасти, и в роли лидера развивающегося мира) автоматически транслируется для государств в дополнительные выгоды от участия в международной экономической системе. Мы называем этот эффект «лидерской рентой»; это тот дополнительный доход, который страна в целом и ее хозяйствующие субъекты извлекает за счет того, что находится в числе лидеров.

«Лидерская рента» проявляется в различных формах, в частности, обеспечивает более высокую емкость финансовых рынков, присутствие на которых становится целесообразным для подавляющего большинства транснациональных экономических агентов и инвесторов вследствие конкурентных соображений, экономии на масштабах, а также создает необходимые предпосылки превращения национальной валюты в резервную, что обеспечивает дополнительный приток глобальных капиталов и удешевляет их привлечение на национальном рынке [53].

Источник «лидерской ренты» - ресурсы развития, которые перераспределяются от периферии мирового хозяйства к странам-лидерам. Именно такую цену сейчас платит Россия за снижение глобальной конкурентоспособности своего финансового рынка. В этом свете совсем по иному выглядят стратегические задачи России: нужно прекратить это снижение и начать реально бороться за мировое лидерство, для чего обязательным условием является рост эффективности и глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка.

### **Список использованных источников**

1 Pankaj Ghemawat, Steven A. Altman. DHL Global Connectedness Index 2014.2014.

2 Мировая экономика: прогноз до 2020 года / под ред. А.А.Дынкина. – М., 2007.

3 Финансовые институты и экономическое развитие / Отв. ред. Д.В.Смыслов. – М., ИМЭМО РАН, 2006.

4 Rene M. Stulz. The Limits of Financial Globalization. NBER Working Paper No. 11070. January 2005.

5 Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, M. Ayhan Kose. Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. / Globalization and Poverty (2007), ed. By Ann Harrison. - University of Chicago Press, 2007.

6 Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М., НАУФОР, 2008.

7 Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации. Режим доступа: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>

8 Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. - М.: Институт Гайдара, 2010. – 108 с. (Научные труды / Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара; № 139Р).

- 9 И. Розинский. Международные финансовые центры: мировой опыт и возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 9.
- 10 Данилов Ю. Настоящих буйных мало. // Эксперт. 2011. № 29.
- 11 Портер М. Международная конкуренция: Конкурентные преимущества стран. — М.: Международные отношения, 1993.
- 12 Krugman P. Pop Internationalism. - MIT Press, 1994.
- 13 Жиль Вальтер. Конкурентоспособность: Общий подход (Проект). – М., Российско-Европейский Центр Экономической Политики (РЕЦЭП), 2005.
- 14 The Global Competitiveness Report 2014–2015. World Economic Forum. Geneva, 2014.
- 15 М. Горбанев. Международные рейтинги конкурентоспособности и что они на самом деле измеряют? - М., ИКСИ, 2002.
- 16 Режим доступа: <http://www.imd.org/wcc/research-methodology/>
- 17 Competitiveness Policy Council. Building a Competitive Advantage. First Annual Report to the President and Congress. - Washington, Competitiveness Policy Council, 1992.
- 18 OECD. Technology, productivity and job creation. – Paris, 1996.
- 19 Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. — М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. — 480 с.
- 20 Z/Yen Group Limited. The Global Financial Centres Index. Issues 1 - 18. - City of London, Z/yen Group, March 2007 - September 2015.
- 21 The Financial Development Reports 2008 - 2012. - World Economic Forum, Geneva, Switzerland & World Economic Forum USA Inc., New York, USA, 2008 - 2012.
- 22 Xinhua-Dow Jones International Financial Centers Development Index (2010 - 2014) - CFC Holding Company, Ltd., Index Center & CME Group Index services LLC (Dow Jones Indexes), 2010 - 2014.
- 23 Данилов Ю.А. Финансовая конкурентоспособность как условие экономической модернизации. Доклад на секции «Финансовый сектор в посткризисной экономике». Гайдаровские чтения. 2010 год. 13 октября.
- 24 Данилов Ю.А. Перспективы формирования в России международного финансового центра. Доклад на конференции «Перспективные стратегии банков в 2011-2012 гг.», Москва, 23 марта 2011 года.

25 С. Наркевич, П. Трунин. Перспективы рубля как региональной резервной валюты: теоретический аспект // Вопросы экономики. 2012. № 12.

26 Ульянов И.С. Норма прибыли: оценка и роль в российской экономике. – М., ИИЦ «Статистика России», 2005.

27 Finanzplatz Deutschland - Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen, März 1992.

28 Securities and Futures Commission. Establishment of Securities and Futures Commission – Davidson Report. 28 May 1988. Режим доступа: <http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/aboutsfc/background/chapter2.pdf>

29 Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. - Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department, June 2015. Режим доступа: [http://www.gov.hk/en/about/abouthk/factsheets/docs/financial\\_services.pdf](http://www.gov.hk/en/about/abouthk/factsheets/docs/financial_services.pdf)

30 Simon S. M. Ho, Robert Haney Scott, Kie Ann Wong. The Hong Kong Financial System. A new Age. – Oxford University Press. 2004.

31 Securities and Futures Commission. Fund Management Activities Survey 2014. – Hong Kong: Securities and Futures Commission, July 2015.

32 Securities and Futures Commission. Annual Report 2014 - 2015. – Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015.

33 Chen Daisong. Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. - Asia Law Institute, Working Paper Series No. 005. August 2009.

34 Дин Жуджунь, М.М. Ковалев, В.В. Новик. Феномен экономического развития Китая. - Мн.: Издательский центр БГУ, 2008. – 446 с.

35 Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. — М.: Магистр, 2014.

36 Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms / Economics Department Working Papers № 747. – OECD, 2010. Режим доступа: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp\(2010\)3](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp(2010)3)

37 Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае. / Под ред. С.Бородиной и О.Швыркова. – М.: Альпина Паблшерз, 2010.

38 Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2009.

39 World Federation of Exchanges. IPO Database. Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database>

40 Jianhong Liu. China's Financial Markets and the Work of NAFMII. - International Capital Market Association Conference 2015, 5 June 2015.

41 China's central bank issues report on financial stability. // China Daily Europe. 30 May 2015. Режим доступа: [http://europe.chinadaily.com.cn/business/2015-05/30/content\\_20863550.htm](http://europe.chinadaily.com.cn/business/2015-05/30/content_20863550.htm)

42 China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report.

43 China Banking Regulatory Commission 2014 Annual Report. – Beijing, CBRC, 2015.

44 Татьяна Бочкарева. МММ Сергея Мавроди в Китае разогрела биткоин. За месяц виртуальная валюта подорожала почти вдвое. // Ведомости. 05.11.2015.

45 Sang-Hyun Song. Law and Policy of Securities Regulation in Korea // Pacific Rim Law and Policy Association. 1995. No.3, pp. 757-782.

46 Режим доступа: [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_about/whatwedo.jsp?menu=01](http://www.fsc.go.kr/eng/new_about/whatwedo.jsp?menu=01)

47 New Leadership's Strategy: Policy Direction for Financial Reform. - Financial Services Commission. 11.05.2015. Режим доступа: [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_policy/highlights.jsp?bbsid=BBS0128](http://www.fsc.go.kr/eng/new_policy/highlights.jsp?bbsid=BBS0128)

48 Галищева Н.В. Внешнеэкономическая политика Индии в условиях либеральных реформ. Автореферат диссертации на соискание учёной степени доктора экономических наук. – М., 2013.

49 Чидамбарам П. Экономика Индии: Реформы и будущие испытания. – Центр индийской культуры Дальневосточного государственного университета. Режим доступа: <http://cci.wl.dvgu.ru/reform.htm>

50 Ministry Of Corporate Affairs. Induction Material (Prepared by Coordination Section). – New Delhi, 2011. Режим доступа: <http://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/inductionmaterial.pdf>

51 A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. - New Delhi, Planning Commission, Government of India, 2009.

52 Гайдар Е.Т. Долгое время. Россия в мире: очерки экономической истории. - Москва, Дело, 2005.

53 О. Буклемишев, Ю. Данилов. Экономическое лидерство и “лидерская рента” // Мировая экономика и международные отношения. 2015. № 10. С. 5-17.