JEL: O16, G15, G18, G32

УДК 339.7+336.7

DOI: [10.14530/se.2019.2.075-091](https://doi.org/10.14530/se.2019.2.075-091)

Экспортно ориентированный финансовый центр на российском Дальнем Востоке: абстракция или реальность?

М.Е. Кривелевич

Кривелевич Максим Евсеевич
кандидат экономических наук
старший научный сотрудник

Институт экономических исследований ДВО РАН, ул. Тихоокеанская, 153, Хабаровск, Россия, 680042

доцент

Дальневосточный федеральный университет, Школа экономики и менеджмента, о. Русский, п. Аякс, 10 (ауд. 633G), Владивосток, Россия, 690620

E-mail: 733180@bk.ru

ORCID: 0000-0002-9011-8138

Аннотация. Экспорт финансовых услуг, как показывают многочисленные исследования, не только демонстрирует значительные темпы общемирового роста, но и успешно сочетает низкий риск и высокую экономическую эффективность. Российский Дальний Восток может стать крупным экспортером финансовых услуг в страны АТР, если предложит рынку макрорегиона инструменты секьюритизации инвестиций, отсутствующие на биржах развитых стран ввиду их более жесткого биржевого законодательства. Статья опирается на исследования, в которых доказываются макроэкономические преимущества развития сектора финансовых услуг – государства с современным финансовым сектором и, прежде всего, развитым фондовым рынком лучше обеспечивают национальную промышленность инвестиционными ресурсами в сравнении с экономиками, где крупнейшим источником инвестиций остается банковский сектор. В работе приведен перечень финансовых продуктов, на базе которых мог бы строиться экспортно ориентированный финансовый рынок российского Дальнего Востока в прошлом, прежде всего валютных фьючерсов и опционов. Анализ современных тенденций развития фондовых рынков стран АТР и СВА позволяет предположить целесообразность создания экспортно ориентированного финансового центра на российском Дальнем Востоке, в основе которого комплекс финансовых продуктов и финансовых услуг для нерезидентов – комбинация кредитных продуктов и инструментов контроля валютного риска, индексные ноты, рынок IPO / SPO для компаний малой капитализации, мультивалютные инвестиционные инструменты с включением высокодоходных российских облигаций, а также специальные индивидуализированные инструменты, такие как конвертируемые облигации с защитой от валютного риска, которые позволят инвестору распределить риск вложений между несколькими азиатскими экономиками и несколькими отраслями одновременно.

Ключевые слова: экспорт финансовых услуг, развитие Дальнего Востока, финансовый рынок АТР, торговля финансовыми инструментами, страхование финансового риска

Для цитирования: Кривелевич М.Е. Экспортно ориентированный финансовый центр на российском Дальнем Востоке: абстракция или реальность? // Пространственная экономика. 2019. Т. 15. № 2. С. 75–91. DOI: [10.14530/se.2019.2.075-091](https://doi.org/10.14530/se.2019.2.075-091).

Export-Oriented Financial Center in the Russian Far East: Abstraction or Reality?

M.E. Krivelevich

Maksim Evseevich Krivelevich

Candidate of Economic

Senior Research Fellow

Economic Research Institute FEB RAS, 153 Tikhookeanskaya St., Khabarovsk, Russia, 680042

Senior Lecturer

Far Eastern Federal University, School of Economics and Management, Isle Russian, Ajax, 10 (aud. 633G), Vladivostok, Russia, 690620

E-mail: 733180@bk.ru

ORCID: 0000-0002-9011-8138

Abstract. Export of financial services, as shown in numerous researches, not only shows considerable rates of universal growth, but also successfully combines low risk and high profitability. The Russian Far East can become the large exporter of financial services to Asia-Pacific countries, if it offers the macro-regional market the instruments of securitization of investments, which are absent at the exchanges of the developed countries due to their tougher exchange legislation. This article is based on economic research, in which macroeconomic advantages of development of the sector of financial services are proved – the states with the modern financial sector and, first of all, with the developed stock market, provide national industries with investment resources better compared to the economies, where the banking sector remains the largest source of investments. Considering that, development of export in itself and creation of foreign branches, according to the research quoted in the article, promote increase in probability of successful development of the company, it is possible to assume that export of financial services, which combines both advantages described above, is capable of generating high microeconomic and macroeconomic efficiency. The article contains the review of those financial products on the basis of which the export-oriented financial market of the Russian Far East could have been based in the past, first of all of currency futures and options, and consequences of the fact that the chance of development of this segment of the market was ignored. Based on the analysis of the missed opportunities, the complex of financial products and financial services for nonresidents, which can become the basis of future export-oriented financial market, was introduced. Among major products are: combinations of bonds and instruments of control of currency risk, index notes, the IPO / SPO market for the companies of small capitalization, multiple currency investment tools, with inclusion of highly profitable Russian bonds and also the special individualized tools, such as convertible bonds with protection against currency risk which will allow the investor to spread risk of investments between several Asian economies and several industries at the same time.

Keywords: export of financial services, Far East development, APEC financial market, financial derivatives trading, financial risks trading

For citation: Krivelevich M.E. Export-Oriented Financial Center in the Russian Far East: Abstraction or Reality? *Prostranstvennaya Ekonomika* = *Spatial Economics*, 2019, vol. 15. no. 2, pp. 75–91. DOI: [10.14530/se.2019.2.075-091](https://doi.org/10.14530/se.2019.2.075-091). (In Russian).

ВВЕДЕНИЕ

Следуя определению ВТО, под экспортом финансовых услуг можно понимать предоставление финансовыми организациями, зарегистрированными в одной из стран, финансовых услуг (банковских, брокерских, биржевых, услуг платежных систем, услуг страхования риска и иных) резидентам других стран. В дальнейшем будем придерживаться такого понимания экспорта финансовых услуг, что соответствует методологии торгового и платежного баланса. Необходимо разделить процессы экспорта финансовых услуг и экспорта капитала. В соответствии с принятым в методологии Банка России пониманием внешнего и внутреннего долга как обязательств, выраженных в иностранной и национальной валюте соответственно, вне зависимости от того, являются ли держателями обязательств резиденты или нерезиденты, экспорт капитала – это перемещение ликвидности между валютами, а не между юрисдикциями. В то же время движение, например, прямых иностранных инвестиций связано и с экспортом-импортом финансовых услуг и с входом-выходом средств в национальную валюту и из нее.

Доля экспорта финансовых услуг как в общем объеме мирового экспорта, так и в объеме непосредственно экспорта услуг неуклонно растет. Пик роста пришелся на начало 2000-х гг., и в целом рост за последние 30 лет превысил 100 раз, единственная отрасль мировой экономики, демонстрировавшая более динамичный рост, – индустрия информационных технологий, в пользу которой играли эффект низкой базы и технологическая революция.

В экономических публикациях отмечается как увеличение числа стран, присоединяющихся к числу экспортеров финансовых услуг, так и безусловное более высокий технологический уровень такого экспорта относительно экспорта традиционного (Lindemane, 2011). При этом повсеместно признается, что для экспорта финансовых услуг не требуется наличия каких-либо уникальных ресурсов в точке предоставления услуг, а географическое распределение международных финансовых центров носит скорее исторический характер, являясь результатом конкурентной борьбы поставщиков услуг (Lindemane, 2010; Laulajainen, 2003; Leyshon, Thirft, 1997; Martin, 1999; Money..., 1994). При этом имеет смысл отметить, что международные финансовые центры не на 100% тождественны экспортерам финансовых услуг, так как статус первых определяется исторически географической близостью к промышленным центрам и центрам международной торговли, в то время как вторые могут определяться как экономики, извлекающие существенную долю доходов из экспорта финансовых услуг, для чего не требуется географическая близость к индустриальным центрам.

Если предположить, что главным фактором успеха региона в деле развития экспорта финансовых услуг является победа в конкурентной борьбе

с другими территориями, то можно ожидать большей вероятности успеха у тех юрисдикций, которые целенаправленно создают правовые механизмы, облегчающие развитие финансового сектора экономики и реализацию его экспортного потенциала и имеют формально или неформально заданную стратегию развития этого сектора экономики. Очевидно, без доказательств, что экспорт финансовых услуг предполагает наличие в регионе присутствия квалифицированной рабочей силы, все остальные факторы успешности мы будем рассматривать как требующие доказывания.

Традиционно в качестве примера государства, построившего эффективную систему экспорта финансовых услуг, приводят Сингапур. Согласно данным государственной статистики Сингапура (Department..., 2019), доля финансового сектора составила 12,9% ВВП страны в 2018 г., а еще 14,9% пришлось на «business services», то есть услуги консультационного, юридического и финансового сопровождения. При этом очевидно, что финансовые услуги носили экспортный характер, то есть были направлены в первую очередь не на обслуживание местной промышленности (доля которой 21,4% ВВП в 2018 г.), а на сопровождение потоков инвестиций, территориальная структура которых представлена в таблице.

Таблица
Движение прямых иностранных инвестиций в Сингапур и из Сингапура в 2018 г.
Table

Singapore foreign direct investment' inflow and outflow in 2018			
Государства – основные источники прямых иностранных инвестиций в Сингапур	Объем в млрд сингапурских долларов в 2017 г.	Государства – основные получатели прямых иностранных инвестиций из Сингапура	Объем в млрд сингапурских долларов в 2017 г.
Китай	140,0	США	339,3
Каймановы острова	70,7	Каймановы острова	138,2
Индонезия	65,7	Британские Виргинские острова	125,6
Гонконг	57,4	Нидерланды	123,4
Великобритания	54,5	Япония	99,9
Всего	850,3	Всего	1568,0

Источник: Department ..., 2019.

Как можно увидеть в вышеприведенной таблице, Сингапур выполняет роль своеобразного трансформатора, преобразующего прямые инвестиции в портфельные и портфельные в прямые при движении средств из промышленных экономик в офшорные зоны и из офшорных зон в промышленные экономики.

Аналогичный процесс осуществляет, например, Ирландия, ставшая центром трансформации средств, подлежащих налогообложению, в средства, свободные от него, для крупнейших компаний мира, благодаря чему самая

известная схема избежания налогообложения получила название «Double Irish Dutch Sandwich».

Государства, вовлеченные в экспорт финансовых услуг, будь то Великобритания на рынке страхования, США на рынке фондов прямых инвестиций или Германия на рынке лизинговых услуг, представляют собой лишь фон для работы небольшого количества специализированных участников финансового рынка, как правило, локализованных на сравнительно небольшой территории. Примеры таких районов, как лондонский Сити или нью-йоркский Уолл-стрит известны даже людям далеким от финансового рынка.

В настоящем исследовании будет проведен анализ факторов, которые позволят создать возможность для Дальнего Востока России стать местом размещения экспортеров финансовых услуг для Азиатско-Тихоокеанского региона, наилучших потенциальных финансовых продуктов для предложения на рынок АТР, рисков и ограничений, связанных с развитием экспорта финансовых услуг.

ЭКСПОРТ ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ И НАЦИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

Наиболее исследованным аспектом проблемы является взаимодействие правового режима и финансовой индустрии, так как подобные исследования представляют непосредственный интерес для лиц, принимающих ключевые решения как в государственных органах, так и в финансовых организациях.

Различия в нормативах, регулирующих банковскую деятельность, между странами не влияет на экспорт финансовых услуг, в то время как более жесткое законодательство по контролю над клиентскими операциями, печально известное в российской практике под аббревиатурой «ПОД/ФТ», подавляет предоставление финансовых услуг (Bouvatier, 2014).

Подтверждено наличие сильной статистически значимой связи между развитостью экспорта финансовых услуг, включая страховые услуги, и верховенством права в экономике страны. Также подтверждено значительное положительное влияние развитых механизмов правового обеспечения заключения сделок и возможности страны предложить мировому рынку конкурентоспособные финансовые и страховые услуги (Gani, Clemes, 2016). Этот факт чрезвычайно важным учесть в случае формирования индустрии экспорта финансовых услуг на российском Дальнем Востоке.

Экспорт услуг в новой экономике в принципе надежнее экспорта товаров, а развитый финансовый рынок обеспечивает большую стабильность национальной экономики. Формируется рекурсивное взаимодействие с по-

ложительной обратной связью – развитие фондового рынка в противовес банковскому увеличивает конкурентные преимущества национальной экономики, более конкурентная экономика стремится к совершенствованию законодательства для поддержания гибкости экономики, более комфортный правовой режим поддерживает экспорт и сферу услуг, а они, в свою очередь, создают расширенный спрос на финансовые продукты. Причем такие явления (или обратные к ним, когда недоразвитие финансового рынка и финансового законодательства вызывает эффекты системной «хрупкости» в рамках национальной экономики) описываются повсеместно.

Сервисная экономика оказалась устойчивой к циклическим кризисам современности. Экспортный оборот сферы услуг – финансовых, телекоммуникационных и иных – не обрушился в 2008–2009 гг., точнее, его падение составило менее половины от общего снижения экспорта. Эластичность экспорта услуг по отношению к изменениям ВВП оказалась ниже, чем эластичность экспорта товаров, как в периоды роста, так и во время падения экономики в целом (Agiu, 2016).

Исследование Центрального банка Люксембурга продемонстрировало мощное стимулирующее воздействие глобального спроса на финансовые услуги и рост ВВП страны. Прирост на каждый евро добавленной стоимости, произведенной финансовым сектором, ведет к увеличению ВВП в среднем на 2,1 евро. При этом позитивное воздействие распространяется через механизм финансового мультипликатора по двум каналам – стимулирование чистого экспорта и стимулирование частных инвестиций. Наиболее важным для нас выводом авторов можно считать предположение о релевантности результатов исследования и для других международных финансовых центров (Marchiori, Pierrard, 2016).

Более высокую устойчивость к банковским кризисам продемонстрировали публичные компании. Измерение устойчивой стоимости фондирования и динамики курсов секьюритизированных инструментов купли-продажи корпоративного риска (Credit Default Swap) показало, что непубличные компании зачастую оказываются не в состоянии восполнить дефицит банковского финансирования, в то время как для публичных компаний доступный им широкий спектр инвестиционных инструментов в значительной мере демпфирует последствия банковского кризиса (Spatareanu et al., 2018).

При этом экспорт финансовых услуг подпитывается преимуществами как финансового сектора, так и экспортной экономики в целом. Исследование почти 10 тысяч британских компаний за 1993–2003 гг. показало, что те фирмы, которые вовлечены в экспорт своей продукции и услуг, демонстрируют лучшие финансовые результаты, чем те, которые не становятся

экспортерами. При этом обратного эффекта не наблюдается, то есть сам по себе рост финансовых результатов не порождает у компании тягу к экспорту. Это очень существенно для понимания причинно-следственной связи: экспорт способен улучшить финансовые результаты компаний в сравнении со средними значениями по отрасли (Greenaway et al., 2007).

Экспорт финансовых услуг, вероятно, имеет более высокую ожидаемую доходность и меньший риск, чем создание иностранного филиала финансовой организации с переносом в него соответствующей экономической активности, так как он является частным случаем экспорта услуг, а многочисленные исследования доказали, что прямой экспорт услуг, как правило, эффективнее создания иностранного филиала (Obadi, Bello, 2019).

Анализ большого массива данных по немецким компаниям выявил, что потребность в финансовых услугах, в частности в валютных деривативах, тем выше, чем больше дисбаланс между экспортной и импортной активностью компании (Kuzmina, Kuznetsova, 2018). Таким образом, в азиатских экономиках, где экспорт осуществляется не через многофункциональные торговые дома, а в основном непосредственно производителями, можно предположить наличие существенного потенциального спроса на финансовые услуги.

Для развивающихся стран существует статистически значимая и устойчивая во времени положительная связь между финансовым развитием, финансовой либерализацией и экономическим ростом. Также было подтверждено, что недостаточное развитие финансового сектора экономики, равно как и недостаточная финансовая либерализация, способствует ухудшению последствий финансовой нестабильности (Batuo et al., 2018).

Доказана также социально прогрессивная роль развития сектора финансовых услуг. В ситуации доминирования небольшого количества крупных банков в национальной экономике при неразвитом финансовом рынке растет дифференциация населения по доходам, имущественное неравенство. Развитый рынок ценных бумаг, в свою очередь, приводит к меньшему неравенству доходов в национальной экономике, особенно в период банковских кризисов (Hsieh et al., 2019).

Кроме того, экспорт финансовых услуг и перемещение инвестиций позволяют экономикам стран с догоняющим развитием привязать себя к более мощным экономикам. Более высокий уровень финансовой интеграции ведет к большей связанности двух экономик, выражающейся, в частности, в корреляции уровня инвестиций и занятости в случае финансовых шоков и меньшей корреляции между динамикой двух взаимодействующих экономик в случае технологических шоков (Yao, 2019). Из вышеприведенной связи можно вывести следствие, состоящее в том, что менее технологически развитая экономика станет демон-

стрировать лучшие темпы «догоняющего» развития в ситуации более тесной экономической связи с технологически бурно развивающейся экономикой.

В условиях высокоинтегрированной экономики Азиатско-Тихоокеанского региона практически любая экспортная активность создает эффекты положительной мультипликации – «эффекты перелива», которые сильнее внутри отрасли и в рамках локализованных, а не международных компаний (Chang, Naoyu, 2018). Можно предположить, что рост предложения финансовых услуг на экспорт окажет подобное стимулирующее воздействие и на их предложение внутри страны.

Политики часто предполагают наличие специфических рисков, связанных с ростом доли финансового сектора в экономике страны, однако эта точка зрения опровергается результатами исследований. Даже такое спорное решение, как помощь финансовому сектору экономики положительно отражается на экономике в целом (Maruta, 2018). При этом обе стороны экспорта финансовых услуг, как и любого технологического экспорта, оказываются в выигрыше, так как создание рабочих мест в стране с более дешевыми факторами производства не приводит к сокращению занятости в стране, где бизнес был расположен исторически, происходит перераспределение ролей и трудовых функций, а не сокращение персонала.

Передача производства услуг на аутсорсинг иностранным компаниям, как было выявлено в результате изучения экономических показателей европейских компаний за 2001–2013 гг., не приводит к снижению занятости в передающей экономике. То есть, аутсорсинг услуг ведет не к перетеканию, а к увеличению занятости (Eppinger, 2018).

У России уже есть опыт крупного экспорта финансовых продуктов, но пока только в комплексе с технологическим экспортом. Западные исследователи связывают значительный объем российского экспорта услуг в атомной энергетике с тем, что в комплексе с инжиниринговыми услугами предоставляется значительный пакет финансовых услуг (Thomas, 2018). Настало время задуматься о формировании самостоятельной индустрии по экспорту финансовых услуг, несмотря на то, что, как будет показано ниже, Россия уже упустила свой шанс в некоторых ключевых нишах финансового рынка.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ В КОНТЕКСТЕ РЫНКА АТР – УПУЩЕННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

На протяжении нескольких лет обсуждалась ситуация, когда для российского Дальнего Востока была открыта уникальная возможность предложить услуги финансового центра, ориентированного на торговлю фьючерсными и опционными контрактами на валюту, и иными высокорисковыми слож-

ными базисными активами (Krivelevich, 2013). Действительно, либеральное законодательство, регулирующее обращение финансовых деривативов в нашей стране, резко контрастировало со сверхжесткими правилами большинства государств Северо-Восточной Азии (СВА). Еще в декабре 2013 г. оборот торгов фьючерсными контрактами на валюту на Московской бирже превышал оборот торгов аналогичных финансовых инструментов на всех биржах СВА¹. Среди очевидных достоинств данного рынка с точки зрения организации торговли можно выделить постоянное наличие значительного объема средств, составляющих гарантийное обеспечение участников торгов в распоряжении биржи. Фактически под действием очевидного мотива не допустить омертвление средств иностранные участники рынка создавали бы на российской территории свои дочерние банки, финансовые компании и кастодиальные субдепозитарии для проведения операций с депозитарными расписками и иными конвертируемыми инструментами. Число лицензированных профессиональных участников финансового рынка выросло быкратно, оживив практически не подающий признаков жизни финансовый сектор региона.

Кроме того, существует значительный ассортимент услуг, который компании – участники рынка деривативов могли бы предложить как для иностранных инвесторов, осуществляющих инвестиции на Дальнем Востоке, так и для местных экспортно ориентированных компаний. Прежде всего, создание «коробочного» финансового продукта из конвертируемых облигаций и валютного опциона позволило бы снять излишнюю рисковую премию с инвестиций в российские проекты в сознании иностранных инвесторов.

Поскольку инвестиционные решения принимаются, согласно традициям делового оборота, на базе рассмотрения соотношения риска и доходности, уменьшение риска неизбежно привело бы к переосмыслению потенциальными инвесторами оценок инвестиционной привлекательности российских активов.

Динамика финансовых индикаторов свидетельствует о том, что если в отношении коэффициента капитализации капитала (*рис. 1*) за последние пять лет не наблюдается какой-либо значимой тенденции, что позволяет предположить, что российский рынок акций не потерял свою конкурентоспособность по сравнению с азиатским рынком, то соотношение объема торгов валютными фьючерсами (*рис. 2*) и опционами (*рис. 3*) между российским финансовым рынком и Азиатско-Тихоокеанским регионом имеет статистически значимый нисходящий тренд.

¹ По данным Всемирной федерации фондовых бирж (The World..., 2019).

Рис. 1. Отношение капитализации фондового рынка АТР к капитализации российского фондового рынка

Fig. 1. The ratio of Asia-Pacific stock market capitalization comparison with the Russian stock market' capitalization

Источник: расчеты автора; здесь и далее статистические данные Всемирной федерации фондовых бирж за соответствующий период (The World..., 2019).

Рис. 2. Соотношение объемов торгов валютными фьючерсами (в единицах контрактов) между российским финансовым рынком и рынком АТР (РФ / АТР, %, 2015 – I кв. 2019 г.)

Fig. 2. Ratio of trading in currency futures (contracts in units) Russian financial market to the Asia-Pacific market (RF / APR in %, 2015 – 1 Q. 2019)

Рис. 3. Соотношение объемов торгов валютными опционами (в единицах контрактов) между российским финансовым рынком и рынком АТР (РФ / АТР, %, 2015 – I кв. 2019 г.)

Fig. 3. Ratio of the trading volume of currency options (in terms of contracts) the Russian financial market to the Asia-Pacific region (RF / APR in %, 2015 – 1 Q. 2019)

Таким образом, можно сделать вывод о том, что шанс стать региональным провайдером финансовых услуг в области обращения валютных деривативов в АТР для нашей страны упущен. При этом в отдельных сегментах финансового рынка остаются еще возможности для встраивания гипотетического финансового центра Дальнего Востока России в цепочки формирования добавленной стоимости в АТР.

ЭКСПОРТНО ОРИЕНТИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР НА ДАЛЬНЕМ ВОСТОКЕ РОССИИ: ПЕРЕХОД ОТ АБСТРАКЦИИ К РЕАЛЬНОСТИ

Наличие развитых механизмов правового обеспечения заключения сделок является ключевым условием для создания конкурентоспособного предложения финансовых услуг. Действительно, главная функция биржи – не быть местом заключения сделок, а гарантировать исполнение всех сделок в соответствии с условиями их заключения. Поэтому так сильно отличаются практики клиринга для внебиржевого и биржевого рынка ценных бумаг и для рынка производных финансовых инструментов.

При «двустороннем» клиринге внебиржевого рынка практически отсутствуют механизмы обеспечения исполнимости срочных сделок, то есть участник рынка вынужден полагаться на добросовестность контрагентов. При биржевом обороте ценных бумаг применяется «многосторонний непрерывный клиринг с неттингом», при котором любые сделки исполняются в точности на условиях их заключения, а клиринговый центр берет на себя компенсацию всех ошибок за счет средств соответствующих резервных фондов. Применение клиринга «с центральным контрагентом» позволяет обеспечить обращение финансовых инструментов срочных сделок (далее ФИСС), притом, что совокупный объем средств депонированных участниками торгов для обеспечения исполнения своих обязательств на порядок меньше номинальной стоимости контрактов.

Формально каждая сделка купли-продажи фьючерсного или опционного контракта на бирже представляет собой комплекс из покупки контракта действительным покупателем у биржи и продажи контракта в пользу биржи действительным продавцом. Такой механизм обеспечивает возможность изъятия биржей вариационной маржи у проигравшей стороны и ее перечисления победителю в течение краткого клирингового интервала после каждой торговой сессии.

Очевидно, что гипотетический финансовый центр, создаваемый для экспорта финансовых услуг, должен работать в режиме необеспеченных сделок с максимально гибким уровнем гарантийного обеспечения, что можно обеспечить только при клиринге с центральным контрагентом.

Ключевыми базисными активами для предлагаемых азиатским участникам торгов деривативов должны стать ценовые, дефолтные и иные риски, связанные с экспортом сырьевых товаров и осуществлением инвестиций в сырьевые проекты как в регионе, так и за его пределами.

В ситуации нарастания поставок угля из России в страны АТР, завершения первой очереди газопровода «Сила Сибири», а также в ожидании закладки нескольких крупных заводов по производству сжиженного природного газа цены на энергоносители становятся самостоятельным объектом торговли, представляя собой такой же «прокси» на экономическое развитие регионов получателей энергоресурсов, как фьючерсы на погоду служат «прокси» для экономической динамики сельскохозяйственных регионов. В условиях открытой экономики, свободного движения инвестиций и технологий доступ к импортируемым энергоресурсам и иному сырью является важным фактором экономического роста в развитых государствах.

Не менее важным базисным активом могут стать различные «корзины» продовольственного экспорта. Экспорт зерновых, прежде всего сои, с российского Дальнего Востока может стать очень значительным в случае успешной реализации проектов, связанных с территориями опережающего социально-экономического развития. Экспорт экологически чистой рыбы и морепродуктов из Сахалинской области, Приморского края и других приморских регионов Дальнего Востока после снижения закупок северо-корейских морепродуктов вследствие санкций и радиоактивного загрязнения ряда традиционных районов промысла, связанного с аварией на атомной электростанции в японском регионе Фукусима, стал для государств СВА важнейшим компонентом продовольственной безопасности. Переход от полуколониальной неорганизованной торговли морепродуктами к режиму биржевой торговли с обращением вторичных инструментов, связанных с будущими ценами, может привлечь повышенное внимание иностранных инвесторов к отечественным торговым площадкам.

Обращение инструментов торговли дефолтным риском (таких как CDS) на корпоративные и государственные облигации развивающихся стран АТР до настоящего времени не представлено на биржах региона в скольких-нибудь значимых объемах. Поэтому у российского рынка есть возможность стать своеобразным «Свободным портом» финансового рынка, где кредитные риски всех эмитентов макрорегиона будут упаковываться в инструменты с частичной защитой основной суммы (*partial principal protected notes*) и представляться в виде индексных корзин, включающих риски сотен эмитентов в малых долях. Появление на финансовом рынке подобных продуктов снимет барьер на пути «дешевых» азиатских денег, которые не могут выплеснуться в экономики развивающихся государств от тихоокеанских

регионов России до Юго-Восточной Азии из-за неприемлемо высокого личного риска отдельных эмитентов. В силу богатой войнами и ксенофобией истории АТР корейские, китайские и японские игроки финансового рынка не поверят в равный доступ и беспристрастность работы такого рынка, если он появится в одной из этих развитых стран. В то же время такая площадка в одном из крупных городов российского Дальнего Востока будет восприниматься каждой из сторон равно дружественной всем инвесторам.

Ранее упомянутый инструмент секьюритизации проектов, включающий в себя сочетание конвертируемых облигаций и валютного опциона, способен создать механизм перемещения значительных объемов прямых иностранных инвестиций в регионе. Разумеется, собственные операционные риски эмитента создают для инвестора риск потери средств, но по крайней мере инвестирование становится более предсказуемым и управляемым процессом. Приобретая такие облигации, иностранный инвестор получает право получения от российской компании – производителя сырья фиксированных или плавающих купонных выплат, а в случае отсутствия таковых может конвертировать облигации в акции, получить контроль над компанией и самостоятельно в дальнейшем обеспечивать себя необходимым сырьем, а валютный опцион снимет риски, связанные с резкой девальвацией рубля, если таковая произойдет.

В принципе, совершенно необязательно планировать данный рынок только для иностранных инвестиций в российские компании. Согласно «IPO Data Base» Всемирной федерации фондовых бирж, в первом квартале 2019 г. количество первичных размещений на биржах Гонконга превысило результаты американского рынка NASDAQ, а число размещений на рынке Шанхая лишь немного отстало от американского уровня. Также в качестве организаторов IPO активно выступают биржи других государств региона – корейская биржа, биржа Малайзии, биржи Тайваня и Таиланда. При этом около 24% размещений приходится на IPO компаний, иностранных по отношению к выбранной бирже. Конкуренция на этом рынке достаточно высока, но учитывая, что совокупный размер комиссий достигает 3,5% от номинальной стоимости эмиссии, а объем размещения только за I квартал текущего года превысил 1,6 трлн долларов США, представляется разумным по крайней мере попробовать принять в нем участие. Среди технологий привлечения компаний для проведения IPO могут выступать освобождение и инвесторов, и эмитентов от уплаты любых налогов, посредством развития механизмов Специального административного района о. Русский, введение независимого коммерческого арбитража, экстерриториальность сделок и свободное движение инвестиционных средств.

Важно отметить, что если экспортно ориентированный финансовый центр не появится на Дальнем Востоке России, то вышеописанные рыноч-

ные ниши будут заняты, и можно будет констатировать ситуацию, аналогичную упущенному российской экономикой шансу стать региональным провайдером валютных фьючерсов и опционов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Существует много возможных вариантов создания экспортно ориентированного финансового центра на российском Дальнем Востоке, и, несмотря на утрату многих экономических ниш, рынок макрорегиона по-прежнему предоставляет многообещающие возможности. Организованная торговля финансовыми продуктами, основанными на риске кредитного дефолта (например, CDS), по корпоративным и государственным облигациям развивающихся стран Азиатско-Тихоокеанского региона еще не началась через фондовые биржи США в каких-либо значительных количествах. Это открывает возможность создать на Дальнем Востоке РФ своего рода «свободный финансовый порт», позволяющий устранить барьер неприемлемо высокого личного риска отдельных эмитентов за счет внедрения таких финансовых инструментов, которые «упаковывают» кредитный риск эмитентов в индексные корзины, включающие в себя сотни рисков эмитентов в небольших пропорциях, что позволяет предоставить частичную защиту основной суммы (частичную основную защищенную ноту). Внедрение таких финансовых инструментов на региональном финансовом рынке устранил барьер неприемлемо высокого личного риска отдельных эмитентов и позволит «дешевым» азиатским деньгам влиться в экономику развивающихся стран от тихоокеанских регионов России до Юго-Восточной Азии.

Секьюритизация проектов может быть инструментом, который включает в себя комбинацию конвертируемых облигаций, валютных опционов и других финансовых продуктов, способных создать эффективный, не подверженный риску и прозрачный механизм для перемещения больших объемов прямых иностранных инвестиций в регион. Конечно, личный риск дефолта эмитента облигаций создает шанс потерять деньги для инвестора, но, по крайней мере, инвестирование становится более предсказуемым и управляемым процессом.

Другим способом оптимизации риска является использование товарных фьючерсов в качестве обеспечения финансовых продуктов на основе облигаций. Приобретая такие облигации, иностранный инвестор получает право (в форме опциона на покупку) на приобретение обеспечения у российской компании – производителя сырья – в дополнение к своему праву собирать выплаты с фиксированным или плавающим купоном. Учитывая низкий уровень доверия к российским компаниям в макрорегионе, эти облигации также

должны содержать право (в форме опциона «колл») в случае технического дефолта по купонам или основной части облигации конвертировать эти облигации в акции компании-эмитента. Таким образом, азиатские инвесторы смогут обеспечить цену своего будущего импорта товаров и даже в худшем случае – получить операционный контроль над компанией путем конвертации облигаций в акции и обеспечить для себя необходимое сырье, а валютный опцион устранил риски, связанные с резкой девальвацией рубля, если это произойдет.

Уникальная возможность, которую может создать экспортно ориентированный финансовый центр на российском Дальнем Востоке, например в пределах Специального административного района на о. Русский, – это освобождение всех финансовых учреждений, участвующих в IPO / SPO, сделках с облигациями, торговле товарными фьючерсами и другими финансовыми инструментами, за исключением российских акций, от любых форм налогообложения, кроме подоходного налога с персонала, а также освобождения инвесторов от уплаты любых налогов, связанных с приростом капитала, в то время как средства находятся в пределах российских границ.

Важно осознать, что если экспортно ориентированный финансовый центр не появится на российском Дальнем Востоке в течение следующих нескольких лет, упомянутые выше рыночные ниши будут заняты другими развивающимися странами.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Ariu A.* Crisis-Proof Services: Why Trade in Services Did Not Suffer During the 2008–2009 Collapse // *Journal of International Economics*. 2016. Vol. 98. Pp. 138–149. DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.09.002.
- Batuo M., Mlambo K., Asongu S.* Linkages between Financial Development, Financial Instability, Financial Liberalization and Economic Growth in Africa // *Research in International Business and Finance*. 2018. Vol. 45. Pp. 168–179. DOI: 10.1016/j.ribaf.2017.07.148.
- Bouvatier V.* Economic Heterogeneous Bank Regulatory Standards and the Cross-Border Supply of Financial Services // *Modelling*. 2014. Vol. 40. Pp. 342–354. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.04.013.
- Chang H., Haoyu W.* Export Spillover and Location Choice // *Journal of the Japanese and International Economies*. 2018. Vol. 49. Pp. 54–68. DOI: 10.1016/j.jjie.2018.04.001.
- Department of Statistics Singapore. URL: <https://www.singstat.gov.sg/modules/infographics/economy> (дата обращения: март 2019).
- Eppinger P.S.* Service Offshoring and Firm Employment // *Journal of International Economics*. 2019. Vol. 117. Pp. 209–228. DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.01.007.
- Gani A., Clemes M.D.* Does the Strength of the Legal Systems Matter for Trade in Insurance and Financial Services? // *Research in International Business and Finance*. 2016. Vol. 36. Pp. 511–519. DOI: 10.1016/j.ribaf.2015.10.008.
- Greenaway D., Guariglia A., Kneller R.* Financial Factors and Exporting Decisions // *Journal of International Economics*. 2007. Vol. 73. Issue 2. Pp. 377–395. DOI: 10.1016/j.jinteco.2007.04.002.

- Hsieh J., Chen T-C., Lin S-C. Financial Structure, Bank Competition and Income Inequality // The North American Journal of Economics and Finance. 2019. Vol. 48. Pp. 450–466. DOI: 10.1016/j.najef.2019.03.006.
- Krivelevich M.E. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners // Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право. 2013. Т. 15. № 1. С. 46–55.
- Kuzmina O., Kuznetsova O. Operational and Financial Hedging: Evidence from Export and Import Behavior // Journal of Corporate Finance. 2018. Vol. 48. Pp. 109–121. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.009.
- Laulajainen R. Financial Geography: A Banker's View. London; New York: Routledge, 2003. 464 p.
- Leyshon A., Thrift N. Money / Space: Geographies of Monetary Transformation. London; New York: Routledge, 1997. 424 p.
- Lindemane M. Country's Strategy in Export of Financial Services // Procedia – Social and Behavioral Sciences. 2011. Vol. 24. Pp. 960–971. DOI: 10.1016/j.sbspro.2011.09.035.
- Lindemane M. The Influence of Global Crisis on Trade in Financial Services // Journal of Business Management. 2010. No. 3. Pp. 147–155.
- Marchiori L., Pierrard O. How Does Global Demand for Financial Services Promote Domestic Growth in Luxembourg? A Dynamic General Equilibrium Analysis // Economic Modelling. 2017. Vol. 62. Pp. 103–123. DOI: 10.1016/j.econmod.2016.12.020.
- Martin R. Money and the Space Economy. Chichester: John Wiley & Sons, 1999. 348 p.
- Maruta A.A. Can Aid for Financial Sector Buy Financial Development? // Journal of Macroeconomics. 2018. 20 November. DOI: 10.1016/j.jmacro.2018.11.003.
- Money, Power and Space / Edited by S. Corbridge, R. Martin, N. Thrift. Oxford: Blackwell, 1994. 452 p.
- Obadia C., Bello D.C. How to Select an Export Mode Without Bias // Business Horizons. 2019. Vol. 62. Issue 2. Pp. 171–183. DOI: 10.1016/j.bushor.2018.08.007.
- Spatoreanu M., Manole V., Kabiri A. Exports and Bank Shocks: Evidence from Matched Firm-Bank Data // Structural Change and Economic Dynamics. 2018. Vol. 47. Pp. 46–56. DOI: 10.1016/j.strueco.2018.06.004.
- The World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics> (дата обращения: март 2019).
- Thomas S. Russia's Nuclear Export Programme // Energy Policy. 2018. Vol. 121. Pp. 236–247. DOI: 10.1016/j.enpol.2018.06.036.
- Yao W. International Business Cycles and Financial Frictions // Journal of International Economics. 2019. Vol. 118. Pp. 283–291. DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.03.002.

REFERENCES

- Ariu A. Crisis-Proof Services: Why Trade in Services Did Not Suffer During the 2008–2009 Collapse. *Journal of International Economics*, 2016, vol. 98, pp. 138–149. DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.09.002.
- Batuo M., Mlambo K., Asongu S. Linkages between Financial Development, Financial Instability, Financial Liberalization and Economic Growth in Africa. *Research in International Business and Finance*, 2018, vol. 45, pp. 168–179. DOI: 10.1016/j.ribaf.2017.07.148.
- Bouvatier V. Economic Heterogeneous Bank Regulatory Standards and the Cross-Border Supply of Financial Services. *Modelling*, 2014, vol. 40, pp. 342–354. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.04.013.

- Chang H., Haoyu W. Export Spillover and Location Choice. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2018, vol. 49, pp. 54–68. DOI: 10.1016/j.jjie.2018.04.001. Department of Statistics Singapore. Available at: <https://www.singstat.gov.sg/modules/infographics/economy> (accessed March 2019).
- Eppinger P.S. Service Offshoring and Firm Employment. *Journal of International Economics*, 2019, vol. 117, pp. 209–228. DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.01.007.
- Gani A., Clemes M.D. Does the Strength of the Legal Systems Matter for Trade in Insurance and Financial Services? *Research in International Business and Finance*, 2016, vol. 36, pp. 511–519. DOI: 10.1016/j.ribaf.2015.10.008.
- Greenaway D., Guariglia A., Kneller R. Financial Factors and Exporting Decisions. *Journal of International Economics*, 2007, vol. 73, issue 2, pp. 377–395. DOI: 10.1016/j.jinteco.2007.04.002.
- Hsieh J., Chen T-C., Lin S-C. Financial Structure, Bank Competition and Income Inequality. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2019, vol. 48, pp. 450–466. DOI: 10.1016/j.najef.2019.03.006.
- Krivelevich M.E. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners. *Aziatsko-Tikhookeanskiy Region: Ekonomika, Politika, Pravo = Pacific Rim: Economics, Politics, Law*, 2013, vol. 15, no. 1, pp. 46–55.
- Kuzmina O., Kuznetsova O. Operational and Financial Hedging: Evidence from Export and Import Behavior. *Journal of Corporate Finance*, 2018, vol. 48, pp. 109–121. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.009.
- Laulajainen R. *Financial Geography: A Banker's View*. London; New York: Routledge, 2003, 464 p.
- Leyshon A., Thrift N. *Money / Space: Geographies of Monetary Transformation*. London; New York: Routledge, 1997, 424 p.
- Lindemane M. Country's Strategy in Export of Financial Services. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 2011, vol. 24, pp. 960–971. DOI: 10.1016/j.sbspro.2011.09.035.
- Lindemane M. The Influence of Global Crisis on Trade in Financial Services. *Journal of Business Management*, 2010, no. 3, pp. 147–155.
- Marchiori L., Pierrard O. How Does Global Demand for Financial Services Promote Domestic Growth in Luxembourg? A Dynamic General Equilibrium Analysis. *Economic Modelling*, 2017, vol. 62, pp. 103–123. DOI: 10.1016/j.econmod.2016.12.020.
- Martin R. *Money and the Space Economy*. Chichester: John Wiley & Sons, 1999, 348 p.
- Maruta A.A. Can Aid for Financial Sector Buy Financial Development? *Journal of Macroeconomics*, 2018, 20 November. DOI: 10.1016/j.jmacro.2018.11.003.
- Money, Power and Space*. Edited by S. Corbridge, R. Martin, N. Thrift. Oxford: Blackwell, 1994, 452 p.
- Obadia C., Bello D.C. How to Select an Export Mode Without Bias. *Business Horizons*, 2019, vol. 62, issue 2, pp. 171–183. DOI: 10.1016/j.bushor.2018.08.007.
- Spatareanu M., Manole V., Kabiri A. Exports and Bank Shocks: Evidence from Matched Firm-Bank Data. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2018, vol. 47, pp. 46–56. DOI: 10.1016/j.strueco.2018.06.004.
- The World Federation of Exchanges*. Available at: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics> (accessed March 2019).
- Thomas S. Russia's Nuclear Export Programme. *Energy Policy*, 2018, vol. 121, pp. 236–247. DOI: 10.1016/j.enpol.2018.06.036.
- Yao W. International Business Cycles and Financial Frictions. *Journal of International Economics*, 2019, vol. 118, pp. 283–291. DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.03.002.

Поступила в редакцию 06 мая 2019 г.