

ИНСТИТУТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ  
И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ РАН



# Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика

Под редакцией  
доктора экономических наук,  
профессора *Я. М. Миркина*



Москва  
**магистр**  
2014

УДК [338.23:336.5](100)  
ББК 65.261.51(0)  
Ф59

Авторский коллектив:

*Миркин Я. М.* — введение; *Миркин Я. М., Добашина И. В.* — гл. 1, Финансовый форсаж; *Кудинова М. М.* — гл. 2, Япония; *Левченко А. В.* — гл. 3, Южная Корея; *Бахтараева К. Б.* — гл. 4, Сингапур; *Жукова Т. В.* — гл. 5, Китай; *Буна-тян А. Г.* — гл. 6, Малайзия; *Миркин Я. М., Добашина И. В.* — гл. 7, Программа «финансового форсажа» для России



Книга издана при поддержке  
инвестиционной компании «Еврофинансы»

**Финансовые** стратегии модернизации экономики: мировая  
Ф59 практика / под ред. Я. М. Миркина. — М. : Магистр, 2014. —  
496 с.

ISBN 978-5-9776-0358-4 (в пер.)

Агентство СІР РГБ

Книга отвечает на вопрос о том, как должна быть настроена финансовая система развивающейся экономики, чтобы она смогла перейти в режим догоняющей модернизации, сверхбыстрого экономического роста, который может продолжаться одно-два десятилетия.

Показаны финансовые закономерности экономического успеха и возможности их применения в России.

Для сотрудников экономического блока правительства, научных работников, специалистов.

УДК [338.23:336.5](100)  
ББК 65.261.51(0)

В оформлении переплета использован фрагмент картины  
Фанга Лиджуна (Без назв.) (1998 г.)

ISBN 978-5-9776-0358-4

© Авторы, 2014

© ИМЭМО РАН, 2014

© Оформление. Издательство «Магистр», 2014

## Оглавление

Предисловие . . . . .	11
Список сокращений . . . . .	15
<b>1</b>	
<b>Финансовый форсаж . . . . .</b>	<b>17</b>
1.1. Догоняющая модернизация и страны, которые через нее прошли . . . . .	17
Суть модернизации . . . . .	17
Страны, в которых произошло «экономическое чудо» . . . . .	18
1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда». Финансовый форсаж как стратегия . . . . .	22
1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации . . . . .	32
Что такое финансовый форсаж . . . . .	32
Дирижизм. . . . .	32
Финансовое развитие и экономика. . . . .	34
Центральный банк «развития». . . . .	40
«Репрессированная» финансовая система: от создания к прекращению . . . . .	46
Финансовая политика стимулирования экономического роста . . . . .	48
Инструменты политики финансового развития . . . . .	49
Уроки для России . . . . .	52
<b>2</b>	
<b>Япония . . . . .</b>	<b>55</b>
Список сокращений . . . . .	55
2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации . . . . .	55
2.2. Инвестиционная политика . . . . .	64
Норма накопления и ее поддержание . . . . .	64
Прямые иностранные инвестиции . . . . .	70
2.3. Бюджетная политика . . . . .	72
2.4. Денежно-кредитная и процентная политика . . . . .	79
Денежная политика, уровень монетизации экономики . . . . .	79
Кредитная политика . . . . .	80
Процентная политика . . . . .	82
2.5. Валютная политика . . . . .	83

2.6. Политика в области счета капитала . . . . .	88
Прямые инвестиции . . . . .	88
Портфельные инвестиции . . . . .	90
2.7. Развитие финансового рынка . . . . .	92
Банковская система . . . . .	96
Библиография . . . . .	100

### **3**

<b>Южная Корея</b> . . . . .	103
Список сокращений . . . . .	103
3.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации . . . . .	104
3.2. Этапы модернизации . . . . .	105
3.3. Инвестиционная политика . . . . .	111
Норма накопления . . . . .	111
Периодизация инвестиционной политики . . . . .	112
Иностранные инвестиции . . . . .	112
3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим . . . . .	132
3.5. Денежно-кредитная и процентная политика . . . . .	140
Денежно-кредитная политика . . . . .	140
Процентная политика . . . . .	149
3.6. Валютная политика . . . . .	153
3.7. Развитие финансового рынка . . . . .	157
Система регулирования финансового рынка . . . . .	157
Участники финансового рынка, участие в них государства . . . . .	165
Библиография . . . . .	172

### **4**

<b>Сингапур</b> . . . . .	179
Список сокращений . . . . .	179
4.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации . . . . .	179
4.2. Инвестиционная политика . . . . .	182
Норма накопления, ее поддержание . . . . .	192
Прямые иностранные инвестиции, собственность нерезидентов . . . . .	196
Портфельные иностранные инвестиции, собственность нерезидентов . . . . .	199
4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост . . . . .	200
4.4. Денежно-кредитная политика . . . . .	208
4.5. Процент, процентная политика . . . . .	216
4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика . . . . .	218

4.7. Режим счета капитала, политика счета капитала . . . . .	229
4.8. Развитие финансового рынка . . . . .	231
Банки, участие в них государства . . . . .	240
Небанковские финансовые институты, участие в них государства . . . . .	243
Библиография . . . . .	245

## **5**

<b>Китай</b> . . . . .	251
Список сокращений . . . . .	251
5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации . . . . .	252
5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления . . . . .	275
5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост . . . . .	287
5.4. Денежно-кредитная политика . . . . .	294
5.5. Валютный курс, валютная политика . . . . .	313
5.6. Счет капитала и его либерализация . . . . .	318
5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала . . . . .	323
Банки, участие в них государства . . . . .	323
Небанковские финансовые институты, участие в них государства. Портфельные инвесторы. Ограничения по счету капитала . . . . .	332
Портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала . . . . .	338
Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors (RQFII) . . . . .	340
Библиография . . . . .	340

## **6**

<b>Малайзия</b> . . . . .	347
Список сокращений . . . . .	347
6.1. Цели и этапы модернизации . . . . .	348
6.2. Инвестиционная политика . . . . .	354
Режим счета капитала, политика счета капитала . . . . .	354
Прямые иностранные инвестиции, собственность нерезидентов . . . . .	356
Портфельные иностранные инвестиции . . . . .	359
Норма накопления . . . . .	362
6.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост . . . . .	363
6.4. Денежно-кредитная, процентная политика . . . . .	367
6.5. Банки и небанковские финансовые институты . . . . .	374

## Оглавление

6.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика . . . . .	379
6.7. Развитие финансового рынка . . . . .	385
6.8. Программа действий и обобщение малазийского опыта . . . . .	388
Библиография . . . . .	390

## 7

<b>Программа «финансового форсажа» для России . . . . .</b>	<b>393</b>
-------------------------------------------------------------	------------

### Приложения

#### Япония

<i>Приложение 1. Периодизация этапов экономической политики Японии в 1950—1970-е гг. . . . .</i>	<i>415</i>
--------------------------------------------------------------------------------------------------	------------

#### Южная Корея

<i>Приложение 2. Уровень развития экономики и финансовой системы Южной Кореи . . . . .</i>	<i>424</i>
<i>Приложение 3. Внешний долг Кореи . . . . .</i>	<i>425</i>
<i>Приложение 4. Структура иностранных финансовых потоков в Корею в 1962—1992 гг. . . . .</i>	<i>427</i>
<i>Приложение 5. Соотношение внутренних сбережений и внутренних инвестиций . . . . .</i>	<i>428</i>
<i>Приложение 6. Динамика Индекса ограничения прямых инвестиций ОЭСР в Корею . . . . .</i>	<i>429</i>
<i>Приложение 7. Налоговая политика Кореи . . . . .</i>	<i>430</i>
<i>Приложение 8. Специализированные банки (банки развития) Кореи . . . . .</i>	<i>439</i>
<i>Приложение 9. Классификация участников рынка ценных бумаг по результатам принятия Закона о рынке капитала 2007 г. . . . .</i>	<i>441</i>

#### Сингапур

<i>Приложение 10. Инвестиции и сбережения в Сингапуре . . . . .</i>	<i>442</i>
<i>Приложение 11. Отдельные показатели, характеризующие уровень потребления и сбережения в Сингапуре (расходы домохозяйств и правительства, профицит государственного бюджета) . . . . .</i>	<i>445</i>
<i>Приложение 12. Прямые иностранные инвестиции в Сингапур, 1972—2009 гг. . . . .</i>	<i>448</i>
<i>Приложение 13. Промышленные предприятия, их выпуск, доля «пионерных» предприятий, 1965—2003 гг. . . . .</i>	<i>450</i>
<i>Приложение 14. Портфельные иностранные инвестиции в Сингапур, 1972—2009 гг. . . . .</i>	<i>451</i>
<i>Приложение 15. Уровень инфляции, монетизации и насыщенности кредитами в Сингапуре . . . . .</i>	<i>453</i>

## Оглавление

<i>Приложение 16. Динамика межбанковской процентной ставки Сингапура в сравнении с SIBOR, 1987—2013 гг. . . . .</i>	456
<i>Приложение 17. Валютный курс, темпы роста ВВП и уровень инфляции в Сингапуре, 1961—2013 гг. . . . .</i>	458
<i>Приложение 18. Структура ВВП Сингапура, 1960—2013 гг. . . . .</i>	461
<i>Приложение 19. Показатели валютного рынка Сингапура, 1989—2013 гг. . . . .</i>	462
<i>Приложение 20. Показатели фондового рынка Сингапура, 1990—2012 гг. . . . .</i>	463
<i>Приложение 21. Динамика активов АСУ и DBU в Сингапуре, 1970—2013 гг. . . . .</i>	464
<i>Приложение 22. Динамика активов под управлением в Сингапуре, 1989—2013 гг. . . . .</i>	466
<i>Приложение 23. Структура финансового счета Сингапура . . . . .</i>	468
<b>Китай</b>	
<i>Приложение 24. Примеры административных методов регулирования в Китае . . . . .</i>	469
<i>Приложение 25. Система регуляторов финансового рынка . . . . .</i>	471
<i>Приложение 26. Современное развитие системы регулирования финансового рынка КНР . . . . .</i>	473
<i>Приложение 27. Суррогатные финансовые продукты в КНР и масштабы их распространения . . . . .</i>	478
<i>Приложение 28. Инвестиционная политика КНР и ее дивергенция . . . . .</i>	479
<i>Приложение 29. Иностраннные инвестиции и инвестиции в зарубежные активы . . . . .</i>	483
<i>Приложение 30. Децентрализация системы управления ПИИ на современном этапе . . . . .</i>	485
<i>Приложение 31. Стимулирующие механизмы и механизмы поддержки зарубежных инвестиций китайских инвесторов . . . . .</i>	487
<i>Приложение 32. Реформирование банковской системы (2011—2014 гг.) . . . . .</i>	489
<i>Приложение 33. Основные показатели денежно-кредитного рынка Китая в 1978—2012 гг. . . . .</i>	491
<i>Приложение 34. Расширение доступа иностранных участников на китайский рынок с 2002 по 2012 г. . . . .</i>	493





## Предисловие

В современной истории есть примеры стран, сумевших изменить траекторию социально-экономического развития, перейти от бедности и разрухи к уверенному быстрому росту, как экономическому, так и социальному. То есть совершить экономическое чудо. Примеры этих стран известны. Вопрос в том, есть ли у успеха закономерности, и если да, то можно ли их применить в России? Задача книги — показать, что, действительно, такие закономерности существуют, есть модели и образцы, которым можно следовать.

Но эта книга — особая. Доказательства она приводит не столько в области экономической политики или даже политических и социальных реформ, сколько в «таинственной» области профессиональных финансов. В частности, книга отвечает на вопрос о том, как должна быть настроена финансовая система развивающейся экономики, чтобы она смогла перейти в режим догоняющей модернизации, сверхбыстрого экономического роста, который может продолжаться одно-два десятилетия. Или по-другому: как должны быть настроены финансы страны, чтобы создать «финансовый форсаж», условия для сверхбыстрого роста, стимулировать «экономическое чудо»?

Для этого сделан внимательный, объемный анализ опыта финансов пяти стран: Японии, Южной Кореи, Сингапура, Китая и Малайзии. У всех у них, кроме Китая, индекс человеческого развития, рассчитываемый ООН (Human Development Index, HDI), выше, чем у России. Это страны, совершившие экономическое чудо. У них были другие исходные условия, другие модели коллективного поведения. Но то, что они сделали, дает возможность выявить общие, технические правила «финансового форсажа» и попытаться их приложить к особенностям современной России.

Книга содержит очерк этих правил, своего рода ноу-хау: как настроить финансовую систему на поддержку, стимулирование экономического чуда в стране. Обобщение такого рода, в свою оче-

редь, дает возможность создать программу «финансового форсажа» и для России. Ключевые положения такой программы приведены в книге.

У книги простая структура. В первой главе изложена концепция настройки финансовых систем на «форсаж». У концепции есть фактологическая база. Каждое ее положение обосновывается статистическим и событийным анализом по выборке стран, совершивших «чудо».

Затем следует подробный анализ по отдельным странам — по Японии, Южной Кореи, Сингапуру, Китаю и Малайзии. Это технический ответ на вопрос: как это было сделано? По каждой стране дана характеристика модели «экономического чуда», в ней реализованной. Разобрана по этапам экономическая политика, к ней привязан детальный обзор того, что делалось по реструктурированию финансовых систем, в области бюджетной, налоговой, инвестиционной, денежно-кредитной, процентной, валютной политики, в части управления счетом капитала.

Для каждой главы предусмотрен собственный список сокращений, что объясняется их существенными различиями по рассматриваемым странам.

Структура глав, посвященных отдельным странам, единая. Это сделано для того, чтобы было легче сравнивать то, что делала каждая из стран с налогами, с процентом, с валютой, как строила свою денежно-кредитную политику и т.п. Сразу видно сходство идей, финансовых приемов, облегчающих «экономическое чудо».

Завершает книгу программа «финансового форсажа» для российской экономики. Это ответ на вопрос, что именно нужно сделать с финансовой системой России, как убрать деформации и как ее настроить, если вдруг начнется переход к режиму ускоренной догорающей модернизации, экономического чуда.

Программа «финансового форсажа» — и документ, и набор «кухонных» рецептов. Все рецепты — родом из исследований российских и международных финансов, осуществленных авторами в 1995—2014 гг. Другая линия родства — представленный в книге опыт тех стран, в которых и «чудо», и «форсаж» смогли осуществиться на деле, а не на бумаге.

Почему в качестве показательной взята выборка пяти азиатских экономик — Японии, Южной Кореи, Сингапура, Китая и Малайзии? Все эти страны совершили свое чудо, и у всех у них, как уже говорилось, кроме Китая, индекс человеческого развития

выше, чем в России. У других развивающихся стран, даже если они сегодня находятся в рывке, на марше экономического чуда, этот индекс ниже. Европейские страны, совершившие чудо на рубеже 1950-х гг. (Германия, Италия), не рассматриваются (отрывочная статистика, более отдаленное время, более «продвинутой» стартовой точки для рывка). Тайвань, Гонконг и Ирландия не включены за недостатком сил авторов (тем более, что две последние страны — скорее международные финансовые центры, с особыми механизмами роста). Чили — это тоже экономическое чудо, но специальное (особая связка с США, пилотный проект «чикагской школы» после переворота 1973 г.). Поэтому эта страна оставлена в стороне.

Модернизация и финансовые политики, связанные с ней, в административных (централизованно планируемых) экономиках (примеры — СССР, Китай, другие страны социализма) не являются объектом анализа в книге. Этим практикам уже посвящен огромный пласт литературы<sup>1</sup>.

Для кого эта книга? Это своего рода сборник рецептов, и написана она для экономистов — настоящих и будущих, для тех, кто принимает решения на уровне «макро» в тех «высоких инстанциях», которые принято называть денежными властями, финансовыми ведомствами и, конечно же, экономическим блоком правительства. Надеемся, что книга будет полезна для исследователей в области экономики и финансов, для международных коллег, создав для них новые (в поле российской научной школы) наборы фактов и концепций, необходимых для понимания того, как инициируется и поддерживается «экономическое чудо», как настраиваются для этого финансовые системы на развивающихся рынках.

Книга подготовлена в Институте мировой экономики и международных отношений РАН. Атмосфера дискуссий, свободы мышления, возможность общения с крупнейшими российскими экономистами, тщательность и эрудиция — всё это свойства жизни в ИМЭМО РАН.

---

<sup>1</sup> См.: *Атлас З. В.* Очерки по истории денежного обращения в СССР (1917—1925). М. : Госфиниздат, 1940; *Атлас З. В.* Социалистическая денежная система. М. : Финансы, 1969; *Атлас М. С.* Развитие Государственного банка СССР. М. : Госфиниздат, 1958; *Атлас М. С.* Национализация банков в СССР. М. : Госфиниздат, 1948; *Дьяченко В. П.* Советские финансы в первой фазе развития социалистического государства. М. : Госфиниздат, 1947 и др.

## Предисловие

Особенная благодарность — взявшим на себя труд оценить рукопись книги с позиций их уникальных знаний, относящихся к экономической истории, моделям жизни и особенностям устройства стран, чей опыт исследуется в книге. Авторский коллектив благодарен за ценные замечания и за возможность коррекций, делающих книгу более точной и объективной.

Искренняя и глубокая признательность нашим родным и близким, чьи любовь, труд и терпение позволяют авторам оставаться в поле фундаментальных исследований.

## Список сокращений

FDI (ПИИ)	Foreign Direct Investment (Прямые иностранные инвестиции)
FTSE	Financial Times Stock Exchange Group
HDI (ИЧР)	Human Development Index (Индекс человеческого развития)
IMF IFS	International Monetary Fund International Financial Statistics (Международная финансовая статистика МВФ)
IMF WEO Database	International Monetary Fund World Economic Outlook Database (База данных Обзоров мировой экономики МВФ)
IPO	Initial Public Offering (Первичное публичное размещение акций)
MSCI	Morgan Stanley Capital International Inc.
Repo	Repurchase Agreement (Репо, соглашение об обратной покупке ценных бумаг)
SME	Small and Medium Enterprises (Компании малого и среднего бизнеса)
SOE	State Owned Enterprise (Государственная компания)
S&P	Standard and Poors
ДКП	Денежно-кредитная политика
ИПЦ	Индекс потребительских цен
МБК	Межбанковские кредиты
МФЦ	Международный финансовый центр
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
ППС	Паритет покупательной способности
СДР	Специальные права заимствования (Special Drawing Rights)
СП	Совместное предприятие
ФПГ	Финансово-промышленная группа
ЦБ	Центральный банк



# 1

## Финансовый форсаж

1.1. Догоняющая модернизация и страны, которые через нее прошли / 1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда». Финансовый форсаж как стратегия / 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

### 1.1. Догоняющая модернизация и страны, которые через нее прошли

#### Суть модернизации

Модернизация экономики — переход (прорыв) ее в новый технологический уклад, в следующую волну Шумпетера, радикальное обновление производственного потенциала, скачкообразный процесс, с резким ускорением темпов экономического роста, с глубокими изменениями экономической и финансовой структуры общества, с ростом уровня жизни<sup>1</sup>.

Догоняющая модернизация — модернизация страны, отстающей от развитых стран, с целью «догнать» их по уровню развития.

Россия за 300 лет прошла три догоняющих модернизации (начало XVIII в., конец XIX в., 1930—1950-е гг.).

Современный вызов — необходимость новой модернизации, которая бы вывела Россию на уровень новых индустриальных стран, вернула бы индекс человеческого развития (ИЧР) конца 1980-х гг. В 1990 г. бывший СССР находился на 25-м месте среди стран мира по уровню человеческого развития, в 2011 г. Россия находится на 66-м месте<sup>2</sup>. Индекс человеческого развития рассчитывается и публикуется ООН с 1990 г. Это комплексный показатель социально-экономического развития. Определяется как сумма взвешенных оценок уровня ВВП на душу населения (по ППС), продолжительности жизни и уровня грамотности и образования.

---

<sup>1</sup> В книге не анализируется модернизация социальной, политической, правовой, религиозной и других сфер общества, изменение его идеологии и ценностных ориентаций. Модернизация не рассматривается в качестве эволюции, растягивающейся на десятилетия, не приводится к «вестернизации».

<sup>2</sup> UN Human Development Reports 1990—2011.

## 1. Финансовый форсаж

Развивающиеся экономики, которые проходят через догоняющую модернизацию, обычно относят к группе быстро развивающихся экономик, экономикам-«тиграм», к странам «экономического чуда», к новым индустриальным экономикам, к странам, проходящим через индустриальную или постиндустриальную революции.

Ситуации, создающие спрос на модернизацию:

1) крупные изменения в политической системе, социальной структуре, составе собственности, смена элит при значимом отставании от группы ведущих стран или стран — ориентиров;

2) конкуренция стран за выживание, за ресурсы, за сферы влияния (экономического, политического, научного, технологического, культурного и т.п.) в преддверии войны;

3) послевоенное восстановление экономики на новой технологической основе.

*Модернизация и государство.* Догоняющая модернизация экономики обычно предполагает изменение траектории развития с помощью расширенного вмешательства государства.

Степень вмешательства государства разная. Наиболее высока она в административных экономиках и, затем, в смешанных и переходных экономиках, особенно если модернизация накладывается на процесс трансформации от плана к рынку.

Наиболее мягкие формы дирижизм принимает в рыночной экономике при осуществлении модернизации, основанной на крупном притоке иностранных инвестиций, на массовой иммиграции (тех, кто составляет наиболее активную часть населения, склонен принимать высокие риски), на освоении новых территорий (например — США, XIX в.).

### **Страны, в которых произошло «экономическое чудо»**

Общепризнанными фактами успешной модернизации («экономическое чудо») являются: Япония, Германия, Австрия, Италия (1950—1960-е гг.), Испания (1960-е гг.), Бразилия (конец 1960-х — 1970-е гг.), Чили, Ирландия (1990—2000-е гг.), Южная Корея, Тайвань, Сингапур, Гонконг (1960—1990-е гг.), Китай (1980—2010-е гг.). Данные по темпам роста стран, выбранных для анализа, приведены в табл. 1.1 (а, б).



### 1.1. Догоняющая модернизация и страны, которые через нее прошли

Таблица 1.1а. ! ! "# 1950,,1960\$% .

Страна	ВВП в постоянных ценах на душу населения, % к базе	
	1960 / 1950	1970 / 1960
Япония	207	244
Германия	198	141
Австрия	176	149
Италия	169	164
<i>Справочно</i>		
США	118	133
Великобритания	125	124
Франция	143	155

Таблица 1.1б. ! ! "# 1970,,1980\$% .

Страна	ВВП в постоянных ценах на душу населения,% к базе	
	1980 / 1970	1990 / 1980
Южная Корея	190	212
Тайвань	197	168
Сингапур	204	157
Гонконг	184	167
Бразилия	170	94*
<i>Справочно</i>		
США	124	125
Япония	138	140
Великобритания	120	127
Германия	130	113
Франция	130	120

\* Выход из режима модернизации.

Источник: Расчеты ВВП на душу населения по Historical Statistics for the World Economy, Angus Madison Project, [www.ggdc.net](http://www.ggdc.net) (University of Groningen, Groningen Growth and Development Centre). Округлено до целых значений.

## 1. Финансовый форсаж

К концу XX в. в клуб крупных экономик, находящихся в мировых топ-15 по темпам роста, стали входить преимущественно азиатские страны (табл. 1.2). Включены только те экономики, которые росли в течение трех десятилетий подряд (1980—2000 гг.).

Таблица 1.2. ! ! "# 1980,,2000\$% .

Страна	ВВП в постоянных ценах на душу населения, % к базе		Население, млн чел. (2010)
	1990 / 1980	2010 / 1990	
Китай	210	622	1341
Южная Корея	225	247	48
Тайвань	183	234	23
Таиланд	177	207	69
Сингапур	170	209	5
Гонконг	169	176	7
Вьетнам	145	313	88
Индонезия	140	188	240
Индия	138	252	1225
Малайзия	136	199	28
Шри-Ланка	135	222	21
Лаос	133	234	6
Ирландия	129	196	4
Чили	113	206	17
Бангладеш	112	200	149
<i>Справочно</i>			
Япония	149	116	126
Великобритания	129	136	62
США	125	133	310
Германия	122	129	82
Франция	120	123	63

Источники: Расчеты ВВП по IMF World Economic Outlook (1980 — 2010 гг.), по 140 странам, численность населения — по UN Department of Economic and Social Affairs. Округлено до целых значений.

### 1.1. Догоняющая модернизация и страны, которые через нее прошли

Модернизация имеет разные отправные точки. Не имеет смысла рассматривать страны с более низким ИЧР, чем Россия (кроме крупнейших, входящих с ней в группу БРИК).

Выборка стран, проводивших модернизацию, сгруппированных по ИЧР, приведена в табл. 1.3. В круг особенного внимания включены: Япония, Гонконг, Южная Корея, Тайвань, Сингапур, Малайзия, Китай.

Таблица 1.3. ! ! "# ( ! &')

Страна	Место по ИЧР
Ирландия	7
Япония	12
Гонконг	13
Южная Корея	15
Тайвань	18*
Сингапур	26
Чили	44
Малайзия	61
<b>Россия</b>	<b>66</b>
Бразилия	85
Шри-Ланка	97
Китай	101
Таиланд	103
Индонезия	124
Вьетнам	128
Индия	134
Лаос	138
Бангладеш	146

\* Оценка.

Источник: UN Human Development Index Report 2011.

## 1. Финансовый форсаж

### 1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда». Финансовый форсаж как стратегия

Есть ли что-то особенное в том, как живет финансовая система во время «экономического чуда»? Является ли она пассивной по отношению к догоняющей модернизации? Или, наоборот, финансовая система приобретает особенные черты «финансового форсажа» и полностью используется для того, чтобы стимулировать сверхбыстрый экономический рост?

Исследование показало, что финансовая система в этот период выводится в форсаж, работает в специальном режиме, направленном на то, чтобы подстегнуть экономику в ее желании расти. Финансовый форсаж — это одна из стратегий экономического чуда.

*Методический комментарий.* Взята выборка из стран, совершивших «экономическое чудо», имеющих индекс человеческого развития выше, чем Россия, + Китай и Индия. В таблицах затемнены периоды наиболее быстрого экономического роста. Количественный анализ проведен на основе международной финансовой статистики и статистики государственных финансов МВФ (IFS, GFS IMF). Данные взяты с максимально возможной временной глубиной, обеспечиваемой базами данных МВФ (1950—2011 гг.). Примерные временные границы ускоренной модернизации выделены «заливкой».

#### **Особенности финансовой системы**

Финансовую систему периода экономического чуда отличают:

- быстрая «финансиализация», финансовое развитие экономики;
- настройка ключевых параметров, механизмов, инструментов на стимулирование роста и модернизации.

В частности, это проявляется в следующем:

- кратный рост монетизации;
- экстремальное увеличение нормы накопления;
- кратное увеличение насыщенности экономики долговыми активами;
- нормализация процента;
- подавление инфляции;
- заниженный валютный курс;
- низкая налоговая нагрузка и глубокое сокращение потребления государства;
- финансовый дирижизм.

1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда»

**Рост монетизации.** Все примеры стран, прошедших успешную модернизацию, связаны с опережающим, 2—5-кратным нарастанием *финансовой глубины экономики*.

Финансовая глубина экономики — это уровень ее насыщенности деньгами и финансовыми инструментами, рост внутреннего денежного спроса в опережение предложения. Для анализа использован ключевой индикатор финансовой глубины «Деньги / ВВП» (табл. 1.4).

Таблица 1.4. \* + ,! - !

Год	Деньги / ВВП, %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США, (для сравнения)
1950	х	х	х	х	х	х	23,1	х
1955	45,4	7,8*	х	х	х	х	24,7	х
1959	57,4	х	х	х	х	х	24,9	58,8
1960	57,0	10,2	х	х	х	х	24,0	56,0
1963	65,0	10,7	53,0	х	х	х	22,9	63,6
1969	64,9	28,6	66,5	33,0	х	х	22,1	59,8
1970	65,1	28,0	66,4	34,7	х	х	23,2	60,4
1978	79,3	28,8	61,2	46,2	24,7	х	35,7	59,5
1980	81,5	34,6	64,1	52,5	36,4	х	37,3	57,4
1990	109,1	81,4	92,4	70,4	75,9	х	42,7	56,5
1991	106,7	80,4	93,2	71,1	82,4	179,4	44,0	56,4
2000	125,1	117,3	106,9	99,5	137,0	227,8	55,6	49,3
2009	159,1	147,4	139,2	145,5	182,0	329,8	76,9	60,5
2010	161,8	141,6	132,7	138,4	182,4	331,5	75,3	60,1

\* The Economy of Korea. Vol. VI. Prices, Money and Credit. Wash. : International Bank for Reconstruction and Development, International Development Association. Report No FE-55a. P. 10. Расчеты сделаны на основе индикатора (Money + Quasi-Money) / GDP, 1956, 1959.

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950 — 2011. Япония — M2 (Seasonally Adjusted, Period Averaged), США — M2 (Seasonally Adjusted), Южная Корея, Малайзия — M2, Китай, Гонконг, Сингапур, Индия — Money + Quasi-Money.

## 1. Финансовый форсаж

В периоды догоняющей модернизации, ускоренного роста экономики уровень насыщенности экономики финансовыми активами, в опережение роста ВВП, был повышен в Японии в 2,4 раза, в Корею — более чем в 5 раз, в Сингапуре — в 2,2, в Малайзии — в 4,2, в Индии — в 1,9 раза. Многократный рост финансовой глубины — в Гонконге (по оценке, статистика доступна с 1991 г.).

В США, не находящаяся в состоянии «догоняющей модернизации», финансовая глубина (по M2) устойчива.

**Увеличение нормы накопления.** В период ускоренной модернизации резко увеличивается норма накопления (табл. 1.5).

Таблица 1.5. \* / ! ,! - !

Год	Инвестиции / ВВП, %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США (для сравнения)
1950	х	х	х	х	х	х	10,4	19,7
1955	19,4	10,6	х	9,2	х	х	12,5	20,5
1960	29,0	11,1	6,5	11,0	х	23,4	13,3	19,7
1965	29,8	14,9	21,3	18,3	х	34,3	15,8	20,2
1970	35,5	25,5	32,6	14,9	х	19,6	14,6	18,7
1975	32,5	26,8	35,1	25,1	х	21,5	16,9	18,3
1980	31,7	32,4	40,6	31,1	28,8	19,3	19,3	21,0
1985	27,7	28,8	42,2	29,8	29,4	20,7	20,7	20,7
1990	32,1	37,3	32,3	33,0	25,0	22,9	22,9	18,3
1995	27,9	37,3	33,4	43,6	33,0	24,4	24,4	18,1
2000	25,2	30,0	30,6	25,3	34,1	22,7	22,7	20,3
2005	23,3	28,9	21,3	20,5	42,2	30,4	30,4	19,9
2009	20,6	29,3	27,9	20,4	46,7	30,8	30,8	15,7
2010	20,5	28,6	25,0	20,3	46,1	29,5	29,5	15,4

Источник: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950—2011. Гонконг — 1961 г., индикатор «Gross Fixed Capital Formation / GDP, Current Prices».

Исследование динамики нормы накопления осуществлено на основе индикатора «Накопление основного капитала / ВВП».

От начальных значений в 10—15% (беднейшие страны, находящиеся в застое), временами до 20%, норма накопления достигает 28—46% в периоды модернизации и сверхбыстрого роста.

Далее, «завершая круг», норма накопления переходит на более низкие значения, колеблющиеся вокруг 18—22%. Эти уровни достигаются, когда экономика выходит из перегретого в обычное, менее динамичное состояние (на более высоком уровне зрелости, в состоянии «новой индустриальной», с темпами роста до 2—2,5%).

Подобные динамики наблюдались по всем странам. Часть стран вышла (Япония) или, по всей видимости, выходит (Южная Корея, Малайзия) из режима «догоняющей модернизации».

В США (устойчивое развитие, технологический лидер, догоняющая модернизация пройдена в XIX в.) в 1950—2000 гг. норма накопления колеблется вокруг 20%.

**Увеличение насыщенности экономики долговыми активами.** Рост финансовой глубины (монетизации) многократно повышает способность финансового сектора кредитовать экономику на нужды модернизации (табл. 1.6).

Кратно растет, в опережение динамики ВВП, насыщенность экономики кредитами (Внутренний кредит / ВВП)<sup>1</sup>, жестко коррелированная с подъемом монетизации. Индикатор «Внутренний кредит / ВВП» вырос в Южной Корее более чем в 3 раза, в Сингапуре — в 4,7 раза, в Китае — в 3,8 раза, в Индии — в 1,4 раза. Многократный рост насыщенности кредитами — в Гонконге.

**Сокращение уровня процента.** Рост финансовой глубины (монетизации, насыщенности кредитами) неизбежно снижает цену денег в массовых инвестициях на цели модернизации.

Базовая тенденция — снижение процента по мере нарастания финансовой глубины, по ряду стран — в разы (табл. 1.7).

---

<sup>1</sup> Внутренний кредит — кредит, предоставляемый резидентами для использования на внутреннем рынке страны. Включает кредиты, вложения в долговые ценные бумаги и другие долговые обязательства центрального правительства, региональных и муниципальных органов власти, государственных и частных предприятий и организаций, осуществленные внутри страны. Показатель, использовавшийся в международной финансовой статистике МВФ до конца 2000-х гг.

# 1. Финансовый форсаж

Таблица 1.6. \* / ! /

Год	Южная Корея		Сингапур		Китай		Гонконг		Индия	
	Деньги / ВВП, %	Кредит / ВВП, %	Деньги / ВВП, %	Кредит / ВВП, %	Деньги / ВВП, %	Кредит / ВВП, %	Деньги / ВВП, %	Кредит / ВВП, %	Деньги / ВВП, %	Кредит / ВВП, %
1950	x	x	x	x	x	x	x	x	23,1	15,6
1955	7,8*	x	x	x	x	x	x	x	24,7	18,9
1960	10,2	9,1	x	x	x	x	x	x	24,0	24,9
1963	10,7	16,6	53,0	7,2	x	x	x	x	22,9	25,8
1970	28,0	35,3	66,4	20,0	x	x	x	x	23,2	24,8
1978	28,8	38,4	61,2	30,7	24,7	38,5	x	x	35,7	36,4
1980	34,6	46,9	64,1	42,4	36,4	52,8	x	x	37,3	40,7
1990	81,4	57,2	92,4	61,7	75,9	86,3	x	x	42,7	51,5
1991	80,4	57,8	93,2	63,1	82,4	88,7	179,4	130,4	44,0	51,3
2000	117,3	79,5	106,9	79,2	137,0	119,7	227,8	136,0	55,6	53,0
2009	147,4	109,4	139,2	93,9	182,0	147,5	329,8	166,8	76,9	72,9
2010	141,6	103,2	132,7	83,9	182,4	172,3	331,5	199,0	75,3	76,2

\* The Economy of Korea. Vol. VI. Prices, Money and Credit. Wash.: International Bank for Reconstruction and Development, International Development Association. Report No FE-55a. P. 10. Расчеты сделаны на основе индикатора (Money + Quasi-Money) / GDP.

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950 — 2011. Для оценки кредита использован показатель «внутренне-го кредита» (Domestic Credit) (по Японии и Малайзии нет данных). Значения индикатора «Деньги/ВВП» взяты из табл. 1.4.



## 1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда»

Таблица 1.7. & / + ,! ! /

Год	Ссудный процент (кредиты экономике), %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США (для сравнения)
1953	9,08	х	х	х	х	х	х	3,17
1960	8,17	х	х	х	х	х	х	4,82
1970	7,66	х	х	х	х	х	х	7,91
1980	8,34	18,0	11,7	х	5,04	х	16,5	15,27
1990	6,95	10,0	7,36	8,79	9,36	10,0	16,5	10,01
2000	2,07	8,5	5,83	7,67	5,85	9,5	12,29	9,23
2009	1,72	5,6	5,38	5,08	5,31	5,0	12,19	3,25
2010	1,60	5,5	5,38	5,02	5,81	5,0	—	3,25

Источник: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950—2011. Япония, США, Китай, Гонконг — Lending Rate, Южная Корея, Сингапур — Minimum Lending Rate, Малайзия — Average Lending Rate, Индия — Commercial Lending Rate-Prime.

**Подавление инфляции.** Несмотря на резко выросшую финансовую глубину во всех странах, проходящих модернизацию (кроме Индии), после вспышки роста цен (индикатор — 1980 г.) произошло последовательное снижение инфляции (табл. 1.8). Эти процессы были коррелированы во всем мире.

**Валютный курс.** Валютная политика во времена экономического чуда неизбежно связана со снижением курса национальной валюты к мировой резервной валюте (доллару США), в крайнем случае, с поддержанием курса в закреплённом состоянии к доллару (Япония в 1960-х гг.), но никогда — с усилением национальной валюты (табл. 1.9).

Тем самым поддерживается выгодность экспорта (стратегия модернизации, основанной на политике «всё на вывоз»), прямых инвестиций (дешевизна рабочей силы и других ресурсов внутри страны при переносе производств), ограничивается вывоз капита-

## 1. Финансовый форсаж

ла, который способен, как показывает опыт России, обескровить экономику, лишить ее значительной части финансовых ресурсов на цели модернизации.

Таблица 1.8.: ! / /  
+ ,! !

Год	Инфляция (Consumer Price Index), %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США (для сравнения)
1953	6,6	х	х	-2,9	х	х	3,1	0,8
1960	3,6	8,1	0,4*	0,1	х	х	0,0	1,5
1970	7,7	14,8	0,4	1,8	х	х	4,5	5,9
1980	7,8	28,8	8,5	9,0	х	10,9**	11,3	13,5
1990	3,1	8,6	3,5	2,6	3,1	10,3	8,8	5,4
2000	-0,8	2,3	1,4	1,5	0,3	-3,8	4,0	3,4
2009	-1,4	2,8	0,6	0,5	-0,7	0,6	10,9	-0,4
2010	-0,7	2,9	2,8	1,7	3,3	2,3	12,0	1,6

\* Данные за 1961 г.

\*\* Данные за 1982 г.

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950—2011. Изменение потребительских цен (средние цены) в соответствующем году. Южная Корея (1963 г., Seoul Consumer Price Index) — The Economy of Korea. Vol. VI. Prices, Money and Credit. Wash. : International Bank for Reconstruction and Development, International Development Association. Report No FE-55a. P. 18.

## 1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда»

Таблица 1.9.: !! / \* " /

Год	Валютный курс национальной валюты к доллару США						
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия
1950	361,1	2,5	<b>3,06</b>	3,06	х	5,71	4,76
1955	<b>360,0</b>	<b>50,0</b>	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,71	4,76
1957	<b>360,0</b>	<b>50,0</b>	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,71	4,76
1960	<b>360,0</b>	63,1	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,71	4,76
1962	<b>360,0</b>	130,0	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,71	4,76
1965	<b>360,0</b>	266,4	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,71	4,76
1967	<b>360,0</b>	270,5	<b>3,06</b>	3,06	2,46	5,74	7,5
1970	<b>360,0</b>	310,6	<b>3,06</b>	3,06	2,46	6,06	7,5
1972	303,2	392,9	2,81	2,81	2,25	5,64	7,59
1975	296,8	<b>484,0</b>	2,37	2,39	1,86	4,94	8,38
1977	268,5	<b>484,0</b>	2,44	2,46	1,86	4,66	8,74
1980	226,7	607,4	2,14	2,18	1,5	4,98	7,86
1982	249,1	731,1	2,11	2,34	1,89	6,07	9,46
1985	238,5	870,0	2,20	2,48	2,94	7,79	12,4
1987	144,6	822,6	2,11	2,52	3,72	7,8	12,96
1990	144,8	707,8	1,81	2,70	4,78	7,8	17,5
1992	126,7	780,7	1,63	2,55	5,52	7,74	25,92
1995	94,1	771,3	1,42	2,50	8,35	7,74	32,43
1997	121,0	951,3	1,48	2,81	<b>8,29</b>	7,74	36,31
2000	107,8	1131,0	1,72	<b>3,8</b>	<b>8,28</b>	7,79	44,94
2002	125,4	1251,1	1,79	<b>3,8</b>	<b>8,28</b>	7,8	48,6
2005	110,2	1024,1	1,66	3,79	8,19	7,8	44,1
2007	117,8	929,3	1,51	3,44	7,61	7,8	41,35
2009	93,6	1276,9	1,45	3,52	6,83	7,75	48,4
2010	79,8	1108,3	1,26	3,06	6,30	7,78	46,67

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950—2011. Для анализа взят курс Market Rate Period Average. Малайзия — Official Rate Period Average, Китай — Principal Rate Period Average.

## 1. Финансовый форсаж

**Ограничение потребления государства. Низкая налоговая нагрузка.** В периоды догоняющей модернизации текущее потребление государства ограничивается. Все ресурсы — на инвестиции.

Быстрорастущие экономики, проходящие через догоняющую модернизацию, поддерживают конечное (текущее) потребление государства в ограниченных пределах (как правило, 8—14% ВВП) (табл. 1.10).

Частью этого потребления являются военные расходы, в том числе капитального характера. Другие расходы государства капитального характера в текущее потребление не включаются. Модернизация тем успешнее, чем ниже военные расходы (Япония, германское чудо).

Таблица 1.10. \* ! - +  
;! - ! /

Год	Конечное потребление государства / ВВП, %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США (для сравнения)
1950	х	х	х	х	х	х	5,7	12,6
1955	10,1	8,8	х	13,0	х	х	6,6	15,8
1960	8,0	14,8	9,3	12,4	х	8,4	6,6	15,8
1965	8,2	9,4	10,5	17,0	х	6,8	8,8	16,1
1970	7,4	9,1	11,9	18,3	х	7,1	8,9	18,3
1975	10,0	10,9	10,4	17,5	х	7,1	9,3	18,0
1980	14,1	11,7	9,8	16,5	14,7	6,1	9,6	16,7
1985	13,9	10,3	14,3	15,2	14,3	7,2	11,1	17,1
1990	13,3	10,5	10,1	13,8	13,6	7,3	11,6	16,6
1995	15,2	11,2	8,5	12,4	13,3	8,4	10,9	15,4
2000	16,9	12,0	10,8	10,2	15,8	9,1	12,6	14,3
2005	18,1	13,9	10,6	12,3	14,5	8,8	10,9	15,7
2009	19,8	16,0	11,0	14,3	13,6	8,7	11,7	17,1
2010	19,9	15,2	10,7	12,7	13,4	8,5	11,6	17,0

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950 — 2011. Гонконг — 1961 г. По общепринятой методике конечное потребление правительства не включает расходы, относимые к формированию основного капитала, за исключением расходов капитального характера в области обороны (техника, оборудование, капитальные сооружения, строительство). Конечное потребление правительства рассчитано по показателю IFS Government Consumption Expenditures (с 2012 г. — Public Final Consumption Expenditures).

## 1.2. Состояние финансовых систем во время «экономического чуда»

Как только экономика выходит из режима модернизации в обычную динамику, текущее потребление государства растет в относительных величинах (табл. 1.10, данные по Японии 1995—2010 гг., США).

Как следствие низкого текущего потребления государства, догоняющая модернизация — время низких налогов (индикаторы «Доходы общего правительства / ВВП», «Налоги / ВВП»). Как правило, поддерживается низкая налоговая нагрузка (налоги + квазиналоги) (табл. 1.11). Она до 2—3 раз ниже, чем в развитых странах (до 50—55% ВВП, США — нижние значения). Резко расширяется доля финансовых ресурсов, оставляемых государством бизнесу после налогообложения на цели развития. Следствие — объем финансовых ресурсов у бизнеса значительно больше, чем в обычные времена.

Таблица 1.11.; \* ! /

Год	Доходы общего правительства / ВВП, %							
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия	США (для сравнения)
1955	х	х	х	х	х	х	х	х
1960	х	х	х	х	х	х	х	х
1965	х	х	х	х	х	х	х	х
1970	х	х	х	х	х	х	х	х
1975	х	х	х	х	х	х	х	х
1980	26,8	х	х	х	26,5	х	х	х
1985	29,3	х	х	х	25,3	х	х	х
1990	31,5	х	29,4	32,9	19,0	18,4	18,0	х
1995	29,0	17,3	32,4	27,6	10,7	16,7	17,7	х
2000	29,2	22,3	28,7	21,3	13,8	17,3	17,0	34,3
2005	29,3	21,8	20,2	23,7	17,2	18,7	19,1	33,0
2009	31,6	23,0	18,0	27,1	20,0	19,2	19,5	30,9
2010	29,6	22,7	22,0	24,8	20,2	22,5	18,8	31,7

Источник: Расчеты на основании базы данных IMF Economic Outlook Database April 2012. Гонконг — 1991 г., Китай — 1982, США — 2001 г. В качестве доходов общего правительства (налоговая и квазиналоговая нагрузка) принят показатель «Cash Receipts from Operating Activities, General Government».

## 1. Финансовый форсаж

Все, что произошло во время «экономического чуда» с финансовой системой, может быть названо *финансовой политикой догоняющей модернизации, финансовым форсажем*.

### 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

#### Что такое финансовый форсаж

Экономическое чудо означает, что и финансовая система должна находиться на форсаже, в режиме специальной настройки, стимулирующей сверхбыстрый рост. Это состояние нестабильных финансов, качественно иное, чем в крупных, зрелых, с низкой волатильностью финансовых системах развитых экономик, эволюционирующих с темпами роста в 1—3%.

Составляющие финансового форсажа:

- а) дирижизм / финансовый дирижизм;
- б) финансовое развитие (финансиализация, преодоление накопленных деформаций в финансах);
- в) центральный банк «развития»;
- г) «репрессированная» финансовая система, переходящая затем в «либеральную»;
- д) финансовая политика стимулирования экономического роста.

#### Дирижизм

Модернизация экономики обычно осуществляется в догоняющем режиме, предполагая вместо органических изменений расширенное вмешательство государства (дирижизм, интервенционизм), изменяющее траекторию развития экономики (административными и рыночными методами).

Степень вмешательства государства наиболее высока а) в административных (командных, плановых) экономиках, б) в смешанных и переходных экономиках, особенно если модернизация накладывается на процесс трансформации от плана к рынку, в) на старте форсажа беднейших рыночных экономик, находящихся «на фронтьере»; г) в оккупированных экономиках, в ходе их послевоенного восстановления.

Наиболее мягкие формы дирижизм будет принимать при переходе в форсаж: а) малых экономик, «поглощаемых» более крупными развитыми, с приходом масштабных иностранных инвестиций (Восточная Европа после бархатных революций), б) крупных раз-

вивающихся экономик, среднего уровня финансового развития, с деформированными полурыночными финансами (случай России).

Во всех известных после Второй мировой войны случаях экономического чуда догоняющая модернизация осуществлялась в условиях авторитаризма, жестких ограничений прав и свобод.

Это не является универсальным правилом. Нужно учитывать, что экономическое чудо после Второй мировой войны совершалось либо в беднейших странах, либо в оккупированных государствах, разоренных войной (под наблюдением оккупационных властей (Германия, Япония)), либо в административной экономике, в которой начиналось движение к рынку (Китай).

Все случаи экономического чуда после Второй мировой войны происходили при партнерстве, поддержке и даже за счет США (Япония — рост на заказах в связи с войной в Корее) и других развитых стран.

Во всех случаях власти действовали как «государство развития» — государство, ориентированное на развитие, с максимальной концентрацией ресурсов и административных рычагов, применяемых к бизнесу, на цели быстрого роста (*developmental state*)<sup>1</sup>.

В рамках «экономического дирижизма» широко использовались индикативные и прямые планы (Япония, Корея, Китай, Малайзия, Сингапур), концепции «планируемой рыночной экономики» (Япония), «плановой товарной экономики» (Китай), промышленные политики (Япония, Корея, Китай).

На начальных стадиях модернизации в чуждую, отсталую и замедленную экономическую среду делались вкрапления точек сверхбыстрого роста — специальных («свободных», «открытых», «экспортных», «инвестиционных» и т.п.) экономических зон (Корея, Китай, Малайзия).

Процветал торговый протекционизм (таможенные тарифы и особенно нетарифные барьеры).

По мере продвижения к новой индустриальной экономике авторитаризм смягчался, начиналась либерализация: а) экономическая (диверсификация собственности, ослабление огосударствленности, снижение роли государства как производителя и контракто-

---

<sup>1</sup> О концепции «*development state*» см.: *Johnson C. MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975. Stanford University Press, 1982.*

## 1. Финансовый форсаж

ра, открытие рынков, усиление рыночных сил вместо прямого директивного управления); б) финансовая.

Детальный анализ финансового дирижизма — всех финансовых рычагов и механизмов, нацеленных на стимулирование роста, приведен ниже. Кое-что (в части налогов, процента) использовалось и в российской практике. Но в ней никогда, ни в какой момент времени 1990—2010-х гг. не существовало такой «яростной», сверхконцентрированной комбинации стимулов, которые бы подстегивали экономику к росту и, прежде всего, росту за счет догоняющей модернизации.

### Финансовое развитие и экономика

Финансовое развитие, финансовая глубина экономики или финансовое углубление, финансиализация — синонимы. Это пронизанность экономики финансовыми отношениями, ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и финансовыми институтами, величина финансов в сравнении с реальным сектором. Это *секьюритизация* — все большая насыщенность ценными бумагами, деривативами, структурированными продуктами. Это *диверсификация собственности*, создающая базу для массовых инвестиций. Индикаторы финансовой глубины — денежная масса / ВВП, финансовые активы / ВВП, капитализация рынка акций / ВВП, кредиты / ВВП, деривативы по нарицательной стоимости / ВВП и т.д.

Чем больше финансовая глубина, тем более развитой является экономика. Тем лучше способна финансировать инновации, устойчивый рост, «экономическое чудо». Тем выше оценена. Тем ниже низкий ссудный процент. Это закономерность показана еще в 1980-е гг. Всемирным банком и подтверждена большим объемом исследований<sup>1</sup>.

Финансиализация — нарастающий процесс. В 1990 г. глобальные финансовые активы составляли более 260% мирового ВВП, в конце 2000-х гг. — 310—380%<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. С. 251—257; Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: КНОРУС, GELEOS, 2011. С. 21—28.

<sup>2</sup> Расчет по данным: McKinsey Global Institute, Mapping Global Capital Markets 2011. August 2011. P. 13. Глобальные финансовые активы состоят из банковских ссуд, акций, частных и государственных долговых ценных бумаг.



Технологические революции всегда сопровождаются резким ростом финансовой глубины, финансовыми инновациями, все более глубоким насыщением экономики деньгами, новыми финансовыми институтами и инструментами. Это доказала практика 300—400 лет. Финансовые бумы исправно доставляли деньги тем, кто совершал революции в производстве. Все бóльшая часть материального мира становилась ликвидной, товарной, превращаясь в обращающиеся права на нее — ценные бумаги и деривативы.

Связь финансовой глубины и зрелости экономики позволяет предположить, что одной из стратегий догоняющей модернизации, одной из самостоятельных политик государства, переводящих экономику в режим форсажа, может стать ее *финансовое развитие*.

*На старте — низкая финансовая глубина.* Обычно финансовая система на старте модернизации находится на периферии глобальных финансов, формирует крайне незначительную долю мировых финансовых активов, меньшую, чем доля страны в мировом ВВП.

Незначительна доля накопления в ВВП. Низка насыщенность экономики деньгами (10—20% ВВП), долговыми активами и другими финансовыми инструментами. Индикаторы «Денежная масса / ВВП», «Внутренний кредит / ВВП», «Капитализация рынка акций / ВВП» меньше, чем в развитых и новых индустриальных экономиках.

Финансовая система разбалансирована. Дефицитны финансовые ресурсы. Ограничен внутренний платежеспособный спрос. Модернизационные проекты сталкиваются с острым дефицитом «длинных денег». Велика доля неформальных и офшорных (если открыт счет капитала) финансов. Высокие риски внутри страны подталкивают к вывозу капитала. Финансовый бизнес ориентирован на короткие временные горизонты.

Широко распространены долларизация / евроизация финансов (если иностранная валюта допущена во внутренний оборот). Валютный курс искусственен. В денежной массе высока доля наличных денег и суррогатов денег. Низка операционная способность к перераспределению финансовых ресурсов на цели модернизации, к покрытию сверхвысоких рисков, связанных с ней (венчур, высокотехнологичные отрасли). Завышена цена денег. Излишне велика процентная маржа финансовых посредников. Чрезмерна зависимость от инвестиций нерезидентов (если они допущены на внутренний рынок). Финансовые активы и рынки спекулятивны («спекулятивная модель» финансовой системы) либо почти незаметны

## 1. Финансовый форсаж

(рынки «на фронтьере»). Низка капитализация банков и других финансовых институтов. Высоки инфляция и волатильность валютного курса (если он искусственно не закреплён).

Финансы, прежде всего счёт капиталов и валютный режим, пронизаны административными ограничениями, являются во многом нерыночными. Государство — мажоритарный собственник крупнейших финансовых институтов.

Завышена роль государственных финансов в экономике. Излишен налоговый пресс. Бюджет настроен, как правило, на дефицитность, часто зависим от финансовой помощи из развитых стран.

Высоки риски финансовых кризисов, связанные с финансовыми инфекциями из-за рубежа, местными мыльными пузырями, неэквивалентным обменом (ножницами цен в экспорте — импорте).

*Политика финансового развития.* Цели политики финансового развития для форсажа развивающихся экономик:

- достичь уровня финансового развития новых индустриальных экономик;
- перейти от спекулятивной модели или нулевой модели финансовой системы, зависимой от внешнего капитала (или финансовой помощи), к инвестиционной модели, основанной на усилении роли внутреннего денежного предложения и спроса, ориентированной на длинные инвестиции, модернизацию экономики, финансирование инноваций.

Для этого решаются следующие задачи (на горизонтах до 20—30 лет).

**1.** Финансовое углубление, преодоление крупных дисбалансов финансов.

- «Догоняющие изменения» ключевых параметров финансового развития (до уровня новых индустриальных экономик) — рост монетизации, снижение цены денег, повышение насыщенности долговыми активами; снижение «естественного» уровня инфляции, встроенного в экономику; уменьшение волатильности финансовых рынков и рост их капитализации; ослабление долларизации / евроизации, преодоление разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом национальной валюты (если он существует); рост нормы накопления; преодоление «голландской болезни» в государственных финансах (в сырьевых экспортных экономиках), сокращение налогового пресса и регулятивных издержек; ослабление иных финансовых дисбалансов.

- Финансиализация экономики — вместе с ростом монетизации диверсификация видов финансовых институтов, кратный рост

### 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

числа участников финансовых рынков, финансовых инструментов, видов сделок, специализированных сегментов рынков.

- Переход от системы финансирования экономики, основанной на банках, к смешанной модели, включающей элементы системы финансирования, основанной на рынке<sup>1</sup>.

- Проникновение национальной валюты в международный оборот.
- Превращение из страны, ориентированной на вывоз капитала, в страну — импортера капитала, прежде всего длинных денег, прямых иностранных инвестиций, связанных с переносом инноваций, современных технологий, лучшей практики менеджмента.

2. Рост долгосрочных инвестиций в реальный сектор, в модернизацию, в обеспечение устойчивого экономического роста.

- Покрытие потребностей в финансировании быстрорастущих секторов экономики по всем сегментам финансирования модернизации («посевной капитал», венчурное финансирование, рынки компаний малой и средней капитализации, рынки высокотехнологичных компаний, проектное финансирование на основе институтов развития и др.).

- Увеличение ресурсов бюджета, направляемых для длинных вложений в реальный сектор (в участие государства в акционерных капиталах, через проектное финансирование, на публичных финансовых рынках).

- Опережающий рост прямых иностранных инвестиций в сравнении с портфельными, особенно в их спекулятивной компоненте, накопление крупных запасов прямых иностранных инвестиций.

3. Диверсификация собственности как базы финансовой системы, подвижка к массовой модели инвестирования (формирование среднего класса).

---

<sup>1</sup> Система финансирования, основанная на банках (bank-based system) — синоним континентальной (германской) модели финансов, основанной на банках и долгах (рынки акций и финансовых инноваций, капитализация компаний играют подчиненную роль). Банки имеют 70—90% финансовых активов страны. Формируется в так называемом капитализме держателей крупных пакетов (stakeholder capitalism). Альтернатива — система финансирования экономики, основанная на рынке (market-based system). Это синоним англосаксонской модели. В финансировании компаний первостепенную роль играют акции, капитализация на публичном рынке, а затем уже долги, кредиты. Банки формируют 25—40% финансовых активов страны, остальное — институты ценных бумаг и институциональные инвесторы. Характерна для «капитализма акционеров» (shareholder capitalism). Подробнее см.: *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002.

## 1. Финансовый форсаж

- Приватизация, движение в сторону экономики «народного капитализма (капитализма акционеров) вместо «капитализма держателей контрольных пакетов» (стейкхолдеров), расширение участия розничных инвесторов в акционерных капиталах, рост доли активов финансового рынка в долгосрочных сбережениях населения (налоговые стимулы для инвесторов, индивидуальные пенсионные и инвестиционные счета, инвестиционные клубы и т.п.).

- Расширение участия в акционерных капиталах институциональных инвесторов, представляющих население (инвестиционных, пенсионных и благотворительных фондов и внутрикорпоративных планов, эндаумент-фондов, страховых компаний, опционных программ для персонала).

- Развитие институтов защиты собственности (корпоративное управление, информационная прозрачность, защита прав инвесторов, справедливая оценка активов и бизнеса, независимое правоприменение).

4. Рост конкурентоспособности национальных финансов в сравнении с другими формирующимися рынками, предупреждение ухода торговой активности, эмитентов и инвесторов за рубеж.

- Рост внутреннего спроса на долгосрочные инструменты (акции, корпоративные облигации, паи и полисы институциональных инвесторов, вкладывающих средства в реальный сектор), прежде всего за счет сбережений населения.

- Предупреждение зависимости внутренних финансовых рынков от портфельных иностранных инвестиций в их спекулятивной части:

- ослабление стимулов к кэрри трейд<sup>1</sup>, к манипулированию рынками из-за рубежа;

- создание механизмов, противодействующих «мыльным пузырям» (возникающим за счет «горячих денег» нерезидентов); предупреждающих финансовые инфекции из-за рубежа, неожидан-

---

<sup>1</sup> Сделки «кэрри трейд» (carry trade) — использование разницы в доходности финансовых активов в стране, где они совершаются, и за рубежом. Заем средств за рубежом под низкий процент, конвертация в национальную валюту, размещение внутри страны под более высокий процент при открытом счете капитала и небольшом валютном риске (закрепленный или находящийся внутри узкого коридора курс национальной валюты). Далее — обратная конвертация в иностранную валюту, погашение займа в этой валюте, извлечение дохода. Заимствования за рубежом могут делаться как на основе обычных долговых сделок (кредиты банков, еврокоммерческие бумаги, еврооблигации), так и на основе срочных сделок по покупке — продаже валюты, сделок репо.

ные торможения в приходе иностранных капиталов, паническое бегство капиталов.

- Повышение эффективности финансового регулирования: рост операционной способности регуляторов; снижение избыточных регулятивных издержек; превращение регуляторов в центры развития финансовых рынков.

- Рост эффективности национальных финансовых рынков (до уровня новых индустриальных экономик):

- снижение транзакционных издержек;

- консолидация ликвидности, рынков и их инфраструктуры, преодоление их фрагментарности, создание национальных, системно значимых институтов (биржа, центральный депозитарий, клирингово-расчетный центр, рейтинговое агентство и т.п.); наряду с этим запуск альтернативных рынков и инфраструктуры (обеспечение рыночной, конкурентной среды);

- усиление информационной прозрачности, честности ценообразования, защиты инвесторов (до уровня новых индустриальных стран).

- Снижение системного риска финансовых рынков, обеспечение их устойчивости, предупреждение финансовых кризисов и вызванных ими шоков в экономике:

- политика счета капиталов, валютная, налоговая, бюджетная, ценовая политика, противодействующие системным рискам;

- внедрение макропруденциального надзора, системы совместных действий финансовых регуляторов в чрезвычайных ситуациях.

- Реструктурирование финансового сектора, усиливающее финансовую устойчивость его институтов:

- преодоление излишних концентраций собственности, ликвидности, активов, разгосударствление, деофшоризация;

- ослабление олигополий, защита конкурентной рыночной среды;

- рост капитализации финансовых институтов;

- внедрение механизмов регулирования рисков, предупреждающих перегревы рынков, подавляющих излишнюю волатильность и аппетиты к сверхвысоким рискам для получения краткосрочных прибылей.

- Рост капитализации финансовых рынков на основе фундаментальных (вместо преимущественно спекулятивных) факторов, постепенный переход к оцененности национального бизнеса на уровне новых индустриальных экономик.

### Центральный банк «развития»

Какую роль играет центральный банк в переходной / развивающейся экономике, перед которой ставятся цели модернизации и финансового развития?

Пассивную, в попытках удержать цены, валютный курс, денежно-кредитную систему в пусть широких, но приемлемых для общественного мнения границах, хотя и в неустойчивом состоянии, в дисбалансах, но способную выполнять основные функции?

Или же дирижистскую, стимулируя устойчивый рост, модернизацию, финансовое развитие, расчищая деформации в финансах?

Или же роль просто технической учетной системы, не имеющей ни стимулов, ни ресурсов на что-то влиять?

*«Пассивная» модель поведения центрального банка.* Во времена business as usual, в спокойную погоду в экономике центральные банки обычно считают, что сфера их ответственности — стабильность цен и курса национальной валюты. После кризисов конца 1990—2000-х гг. к этим целям добавилась финансовая стабильность.

Активизм, искусственное вмешательство в экономику, чтобы перевести ее в режим ускоренного, долгосрочного роста и модернизации, не приветствуются. Максимум — методы легкой настройки, легкие повороты руля, чтобы сегодня чуть сбить инфляцию, завтра чуть подправить денежное предложение и приподнять экономику. Откорректировать процент в порядке антициклического регулирования. Удерживать экономику в ее повседневном режиме жизни, без шоков и заносов.

Доступность кредита и процента, денежная эмиссия — становятся чем-то вроде материально-технического обеспечения, которое должно происходить бесперебойно. Прямая ответственность центрального банка за макроэкономическую динамику, ее ускорение или за структурную перестройку хозяйства, как правило, отрицается.

*«Дирижистская» модель в периоды глубоких изменений.* В кризис всё меняется. Методы легкой настройки не работают.

Нужно защитить национальную экономику на мировых рынках — центральными банками затеваются валютные войны. Нужно сбить кризис — запускается печатный станок. Нужно финансировать подготовку к войне — центральный банк автоматически кредитует промышленность. ЦБ ведет себя как «активист», прямо вме-

шивается в экономику доступными средствами (денежная эмиссия, кредит, процент, валютный курс, счет капитала).

Кризисы 2007—2013 гг. хорошо показали это. Федеральная резервная система и другие центральные банки развитых стран решительно «вступали» в экономику (национализация банков, их рефинансирование и выкуп плохих долгов, «денежные облегчения» (запуск печатного станка), политика отрицательного процента, ослабление национальной валюты и т.п.).

Когда же в экономике, как это было в России в 1990—2000-х гг., наступает время глубоких изменений ее модели (революции, реформы, смены «измов») и трансформируется все — собственность, структура, система управления, а финансы разбалансированы до угрозы слома; если экономика деградирует до монопродуктовой, сырьевой, и это длится десятилетиями, то центральный банк должен показать свое искусство интервенционизма.

То же, очевидно, должно происходить, если развивающаяся экономика (полурыночная, полуадминистративная) переходит в режим форсажа, догоняющей модернизации, пытается создать экономическое чудо.

#### *Модели поведения центрального банка*

При переходе развивающейся экономики в режим форсажа возможны к следующие модели:

- шоковая;
- имитационная (вариант пассивной);
- строительная (дирижистская);
- финансового развития (дирижистская).

*Шоки.* Всегда есть выбор между последовательными, с заданным темпом преобразованиями (с горизонтом в 10—20 лет) и шоковыми терапиями в финансах (денежная реформа, разовая глубокая девальвация, «высокий» скачок в уровне процента, заданный изменениями учетной ставки, валютная война и т.п.).

Бессмысленно исключать из арсенала шоки (мода на них пришла на начало 1990-х гг.).

Вместе с тем, как и в медицине, они должны применяться лишь в исключительных, безвыходных ситуациях, так как способны на десятилетия оставить экономику и финансы страны в состоянии острейших дисбалансов и рисков (пример — Россия, начало 1990-х гг.). По сути, это то же, что «сбивать температуру» вместо лечения всего экономического организма, находящегося на грани существования.

## 1. Финансовый форсаж

Россия 1990—2000-х гг. — пример последовательной неосторожности и «закрытых глаз» в институциональных реформах.

В это время финансовая политика России была насыщена копиями зарубежных практик, слепами с них. Иначе и быть не могло после 70-летнего перерыва.

При этом всегда скрыто стоял вопрос о том, что заимствовать. Чья практика больше соответствует природе российского общества и отечественному варианту капитализма? Англосаксонские, континентальные (германские), скандинавские, азиатские, латиноамериканские модели — все это очень разные варианты рыночных экономик<sup>1</sup>.

Государственный выбор, без всяких аргументов, по умолчанию делался всегда в пользу англосаксонской модели, ей упорно отдавались все приоритеты — и в практической, и в научной области, хотя ее облик никак не накладывался на российский социум, всегда коверкался, рвался, и из-за него упорно проглядывало что-то или германское, или латиноамериканское. Пример — все трансформации российского рынка ценных бумаг, которые он пережил с начала 1990-х гг.

Еще один вопрос, витавший в воздухе, — о скорости изменений. О том, как найти золотую середину между решениями, означающими откат к прошлому, возврат к административной экономике, и шагами, отдающими рыночным фундаментализмом. О своевременности реформистских мер и о степени их глубины. Об осторожности в рыночной трансформации экономики.

И здесь обычно делался выбор в пользу революционных преобразований, не менее жестких по существу, чем в 1917 — начале 1930-х гг. Специфика российской экономики не анализировалась и не учитывалась. Применялись заимствованные, уже готовые экономические концепции, причем в самых жестких, буквалистских формах.

Первый миф. В 1990-е гг. ядром экономической политики государства стало монетарное регулирование, проводимое при последовательном сокращении любых дирижистских форм вмешательства в экономику. Упор делался на рыночное саморегулирование, которое неприменимо в полной мере в переходных экономиках — при их экстремальной волатильности, незрелости институциональных структур, рынков, олигополиях, объективно высокой экономической роли государства как собственника, экономического агента и регулятора. Следствие — политика финансовой стабилизации 1995—1998 гг., жесточайшая денежная рестрикция, которая довела к 1997—1998 гг. индикаторы монетизации (денежная масса / ВВП) до 16—17%, т.е. уровня беднейших стран мира. В Китае в это время монетизация составляла более 120% ВВП (сегодня — около 200%). Эффект тот же, что и лече-

---

<sup>1</sup> Анализ моделей см.: *Миркин Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М., 2011. С. 68—76.



### 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

ние больного, страдающего жесточайшей лихорадкой, кровопусканием или заворачиванием в холодные мокрые простыни. Неплатежи, долларизация, бартер, расцвет векселей как денежных суррогатов, давление вниз на производство, сверхвысокий процент, зависимость от капиталов нерезидентов.

Запрет на прямое кредитование центральным банком бюджета. Почти как табу на инцест. Чтобы не нарушать запрета, в качестве «цивилизованной меры» был создан рынок ГКО-ОФЗ. Однако на нем в 1995—1998 г. доминировало государство (Банк России совместно со Сбербанком РФ), по факту кредитует бюджет. Излишнее увлечение госбумагами открыло дорогу кризису государственного долга 1998 г. Расцвели «нерыночные», не обращающиеся облигационные займы ЦБ РФ. Внешне облигации, по сути — кредиты бюджету, эмиссия, как и при прямом кредите. Форма (облигации) подменила суть (эффективное управление дефицитом бюджета и госдолгом), дала возможность эксцессий в финансировании дефицитов бюджета.

Еще один миф — высокоскоростная либерализация, дерегулирование как способ лечения больной экономики. Результат — ускоренная либерализация счета капиталов и открытие рынка ГКО для нерезидентов, что стало одной из предпосылок кризиса 1998 г. «Мыльный пузырь» на рынке акций РТС. Кризис 1997—1998 гг. былкратно усилен действиями Центрального банка (сверхжесткая денежная политика до осени 1998 г.). Российская сырьевая экономика выжила лишь случайно (цены на нефть подскочили вверх).

Миф о «крепкой» национальной валюте. Результат — фиксация валютного курса как самоцель, что привело к давлению на экспорт, особенно технологичный, и поощрению импорта при завышенном курсе рубля. Вывоз длинных капиталов и ввоз «горячих денег» всего мира под сверхвысокую доходность финансовых активов внутри страны. Расцвет *safty trade* и внебиржевого валютного срочного рынка. Результат — взрывная девальвация рубля 1998 г., кризисы 1997—1998 гг.

Миф о «невозможности прямой поддержки экономики центральным банком — через коммерческие банки». Именно это делалось во всем мире в кризис 2008—2009 г.

2000-е гг. вновь прошли в обнимку с мифами и табу. Была проведена моментная, без полной оценки всех обстоятельств и последствий, либерализация счета капитала. Как следствие запущен в действие классический механизм ввода в экономику «горячих денег» нерезидентов и подготовки кризиса, прежде всего в условиях фиксированной или укрепляющейся национальной валюты. Взрывной рост корпоративных внешних долгов (при высоком проценте внутри России и сильном рубле выгодно занимать за рубежом, вкладываться в заграничные активы). Замещение вывозимых длинных капиталов короткими деньгами.

## 1. Финансовый форсаж

Вновь был востребован миф о пользе и ценности сильной национальной валюты. Следствие — рапорты о крепком рубле, расширение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля, подавление высокотехнологичного экспорта и производства сложной импортозамещающей потребительской продукции.

Миф 2004—2005 гг. о дефиците инвестиционных проектов внутри России, о неактуальности программ общественных работ (все равно бюджетные деньги разворуют, да и нерыночно это), о необходимости вывода «избыточной» ликвидности за рубеж для противодействия инфляции (через высокие налоги, внебюджетные резервные фонды — и далее в международные резервы). Все это — при огромной потребности экономики в модернизации, при налоговом прессе, чрезмерном для развивающейся экономики, при буме спекулятивных иностранных инвестиций, входящих в экономику в замещение выводимой через бюджет ликвидности.

Власти безоговорочно верили в надежность и низкие риски государственных и квазигосударственных активов индустриальных стран. Большая часть международных резервов была вложена в долларové активы. В результате были велики убытки на долгосрочном снижении курса доллара США в 2000-е гг. и потери в кризис 2008—2009 гг. При этом международные резервы как «подушки безопасности» не сработали. Хотя их величина была намного больше, чем полагалось по размеру экономики (37% ВВП в 2007 г., 78% долларового эквивалента рублевой денежной массы, более 20 месяцев импорта). Глубокая вера в то, что международные резервы станут «подушкой» в трудное время, привела к тому, что экономика и финансы России в кризис 2008—2009 гг. пережили более глубокое падение, чем в большинстве других крупных стран.

По-прежнему смыслом жизни была высокая капитализация рынка акций, т.е. англосаксонская модель фондового рынка, при том, что российская экономика имеет иное устройство. Был взят курс на развитие американской модели венчурного финансирования (все попытки — неудачны), на высокие финансы (деривативы, секьюритизацию, структурированные продукты). Все это в нашей практике, конечно же, будет иметь место, но в жестких границах. Для Москвы, как и для Франкфурта, главное — рынок долгов, корпоративного контроля, стратегии. Во все времена (1995—2011 гг.) масса долговых финансовых активов превышала в России стоимость долевых ценных бумаг.

«Имитационная» модель (вариант пассивной, наихудший выбор). При переходе от административной к рыночной экономике центральный банк отстраивает стандартные рыночные механизмы для проведения своей политики (операции на открытом рынке (государственный долг, валюта, репо), возвратное рефинансирование

банков (прямое, аукционное), рынок наличной валюты, система процентных ставок ЦБ, нормы обязательных резервов и др.).

После того как формально эти механизмы созданы, центральный банк имитирует обычный режим монетарного регулирования путем легкой настройки, подобно тому как она происходит в развитых странах в некризисные времена. Изменяется с небольшим шагом ставка рефинансирования, таргетируется инфляция или валютный курс (в пределах умеренных коридоров, которые потом неизменно пересматриваются), увеличивается или, наоборот, сокращается объем ликвидности, передаваемой в экономику. Объявляется ключевой параметр, на который центральный банк оказывает воздействие (валютный курс, инфляция), чтобы держать в балансе всю финансовую систему (цены, стабильность национальной валюты). Центральный банк играет не на опережение, а скорее на удержание ситуации, на поддержание финансовой системы, насыщенной деформациями, в «устойчивом» состоянии. Развитие инфраструктуры рынка (регулятивной, институциональной, инструментальной) замедлено.

Всего этого мало. В небольшой открытой экономике (переходной, развивающейся, находящейся на нижних стадиях финансового развития) финансы пронизаны крупными дисбалансами. Они могут быть стабилизированы только на основе объемного, устойчивого чистого притока иностранного капитала. Это является скорее исключением («освоение» ЕС стран Восточной Европы), чем правилом.

Как результат, эта модель действий ЦБ должна неизменно обращаться сверхвысокими колебаниями финансовых рынков на грани кризиса, неспособностью поддержать со стороны денег и кредита переход экономики в режим модернизации и стабильно высоких темпов роста, псевдоустойчивостью, но только на короткое время.

В этой модели действий ЦБ нет прагматизма. В ней часто следуют мифам и идеям, актуальным для других условий, слепо копируют практику развитых стран. То, что эффективно для одних ситуаций, приводит к радикальному ухудшению в других.

«*Строительная*» модель (дирижистская). Центральный банк выступает активным строителем новых институциональных элементов (финансовые рынки, пруденциальный надзор, система раскрытия информации), создает все механизмы денежной, кредитной, валютной и процентной политики, счета капитала, при-

## 1. Финансовый форсаж

вычные для более зрелой рыночной экономики. Насаждается всё более сложная инфраструктура рынка, инициируется создание новейших финансовых институтов и инструментов с опережением по отношению к реальным потребностям рынка.

Риски «строительной» модели: а) перегрузить рынки избыточным регулированием; б) досрочно ввести институты развитых рынков и в результате получить финансовые деформации (пример — Россия, либерализация счета капитала, опережающая объективную возможность сделать это); в) «забежать вперед», когда строительство институтов резко опережает способность экономики наполнить их денежными потоками, ликвидностью. Они стоят «пустыми» (пример — рынок Киргизии во второй половине 1990-х гг.).

*Модель финансового развития* (дирижистская, наилучший выбор). Соединена со «строительной моделью». ЦБ последовательно ставит и решает задачи финансового развития (см. выше) на основе сочетания дирижизма (прямого воздействия на величины денежной массы, процента, валютного курса, счета капитала) и косвенного, рыночного воздействия на них. Работает в рамках «репрессированной финансовой системы» (см. ниже).

По мере продвижения к более зрелому состоянию в финансовом развитии дирижизм сжимается, как шагреновая кожа, и на его место все больше заступает косвенное, рыночное регулирование со стороны ЦБ.

### **«Репрессированная» финансовая система: от создания к прекращению**

В переходной / развивающейся экономике обычно еще не создана реальная рыночная среда. Она пронизана олигополиями, сверхконцентрацией собственности, огосударствлена. В ней слишком высоки риски. В результате в такой экономике финансовая система обычно деформирована, ее переменные во многом искусственны. Примеры — завышенный процент, манипулируемый валютный курс, немонетарная инфляция, основанная на нерыночном росте цен и тарифов, регулируемых государством, заниженная монетизация (в результате попыток подавить инфляцию), искаженный фондовый рынок (преференции государственным ценным бумагам), спекулятивный счет капитала, сверхконцентрации кредитов на проблемных ссудах в бизнесе, связанном с государством, и т.п.

Эти острые «встроенные» деформации не могут быть исправлены рыночной средой, потому что этой среды нет. Чтобы убрать деформации, неизбежно расширение административного вмешательства ЦБ («потолки», лимиты, границы, нормативы и т.п.).

Поэтому в политике финансового развития приходится осторожно использовать элементы «репрессированной финансовой системы» (*repressed financial system*, международный термин), не переходя границы рыночности, не уходя — в финансах — в командную экономику.

Что такое «репрессированная»? Это финансовая система с расширенным — в сравнении с развитой экономикой — применением административных потолков, лимитов, распределений, коридоров, директивно устанавливаемых регулятором для финансовых переменных.

Степень «репрессированности» финансов определяется уровнем дирижизма, объективно присущим экономике.

Как проявляются дирижизм, «репрессии» в финансах?

В начале пути — в финансовой системе, в которой все искажено, нельзя воздействовать только на отдельный параметр (курс валюты, инфляция, размер денежной массы). «Хвост вытянешь — нос увязнет» и наоборот.

Что вместо этого?

«Мультитаргетирование» (таргетирование не только инфляции и (или) валютного курса, но и денежной массы, насыщенности кредитами, процента, валютных резервов). Частичное рacionamento кредитов под низкий процент и под целевое рефинансирование банков от ЦБ. Ограничения на счет капитала (прямые или косвенные, налоговые). Временное прямое регулирование процента в целях его снижения (потолки, лимиты). Сильные налоговые стимулы, ускоряющие рост и делающие длинные деньги выгодными. Снижение налогового бремени.

Международный опыт такой настройки — огромный. Важно, чтобы это была настройка на финансовое развитие как ключевую цель политики.

По мере финансового развития, вызревания рыночной среды в переходной / развивающейся экономике дирижизм должен слабить. Начинается финансовая либерализация (освобождение от «финансовых репрессий»). На практике она может продолжаться десятилетиями.

### **Финансовая политика стимулирования экономического роста**

Форсаж — мучительная, на 10—20 лет реструктуризация экономики. Не устойчивый экономический рост, не постепенная модернизация, а именно форсаж, экономика на пределе, догоняющая модернизация. Чтобы самолет поставил рекорд, его приборная шкала — цены, процент, собственность, валютный курс, налоги, госзакупки — всё, на что влияет государство, должны быть настроены на сверхзвуковую скорость.

Что имеется в виду? Не только уничтожение финансовых деформаций, не только финансовое развитие, но и настройка финансовых переменных на стимулирование форсажа экономики.

Все страны, совершившие «чудо», десятилетиями имели огромную норму накопления, от 30 до 45% ВВП на инвестиции. В России сегодня эта норма — 20—24%, как у западных стран, растущих на сверхнизких скоростях.

Чтобы стать гоночной машиной, фискальная нагрузка должна быть ниже 30% ВВП. Все страны «чуда» прошли через низкие налоги. В России они давно зашкалили за 40%.

Плюс масса налоговых стимулов, поощряющих вложения в инновации, в венчур, в ключевые отрасли, в прямые иностранные инвестиции, в акции как инструмент финансирования роста.

Дешевое государство. Без этого бизнес не может расти. Меньше съедает государство — больше частных инвестиций, выше темпы роста. Стандартно в странах-бегунах конечное потребление государства — 8—13% ВВП. В России этот показатель зашкаливает за 18%.

Страны, совершившие экономическое чудо, добивались, шаг за шагом, сверхвысоких значений финансовой глубины. При режиме форсажа индикаторы «Денежная масса / ВВП», «Кредиты экономике и населению / ВВП» должны быть в России больше 80—90%. У Китая они подбираются к 200%. Это результат многолетней денежной и кредитной политики центрального банка.

Насыщение кредитами ключевых точек промышленного развития, «политически мотивированные» ссуды (в том числе за счет рационарования кредитов, использования финансовых институтов, находящихся под государственным контролем).

Сверхбыстрый рост невозможен без низкого процента, без подавления немонетарной инфляции. Страны «чуда» смогли, пока разгонялись, снизить процент в 2—3 раза, довести его до 3—5%.

Стратегия экономического чуда может быть связана с долгосрочным, без рывков и революций, снижением валютного курса национальной валюты к корзине мировых валют.

Примеры Японии, Китая, Южной Кореи, Сингапура, Малайзии показывают возможность и успешность политики финансового форсажа. Несмотря на все местные особенности, этот опыт имеет ценность для России.

### **Инструменты политики финансового развития**

*Ускоренный рост монетизации.* Административный инструмент — таргетирование денежной массы (Корея — 1961—1988 гг.).

*Управление процентом.* Прямое управление процентом наиболее распространено при запуске сверхбыстрого экономического роста. Затем, по мере финансового развития и либерализации, оно уходит на нет.

Применялись: прямой государственный контроль за уровнем процента, политика низкого процента (Япония); законодательное ограничение процента (Корея); рефинансирование банков на определенные цели под низкий процент (Корея); администрируемые процентные ставки ниже уровня инфляции (стимулирование спроса на кредит) (Корея); преференциальные процентные ставки по кредитам в приоритетные отрасли (Япония, Корея); субсидии по процентам (Корея, Китай); картель по процентным ставкам (Сингапур); административные ориентиры по процентным ставкам по кредитам и депозитам для банков («потолки», нижние границы процента, спреда между процентом по депозитам и процентом по кредитам) (Япония, Китай, Малайзия (до 1978 г.)).

*Управление кредитом.* Кредитный план (Япония, Китай); рационализация кредитов по отраслям, селективная кредитная политика (Япония, Сингапур); таргетирование кредита экономике (Корея); лимиты кредитования (Япония, Сингапур); кредитные квоты (Китай); гарантирование государством банковских займов (Япония); кредиты государственных банков (Япония, Китай); кредиты центрального банка коммерческим банком на определенные цели, связанные с промышленной политикой, целевые ссуды в приоритетные отрасли (политически мотивированные ссуды) (Корея); ограничение кредитов процентом от депозитов (Китай); нормативная / отраслевая структура кредитного портфеля банка (Корея, Китай); кредитные рекомендации (Сингапур); прямое регулирование усло-

## 1. Финансовый форсаж

вий определенных видов кредита (коэффициент «кредит / стоимость объекта обеспечения», сроки кредита (Сингапур)); прямое кредитование центральным банком реального сектора (Китай).

*Огосударвленные финансовые институты*, специализированные банки и финансовые институты (развития, экспортно-импортные, инвестиционные, социальные фонды) в собственности и под контролем государства (Япония, Китай, Корея, Сингапур, Малайзия).

*Налоговые стимулы сверхбыстрого роста*. Преференциальное налогообложение стратегических отраслей, полное или частичное освобождение от налогов (Япония, Корея); регулярное снижение отдельных налогов и налогового бремени в целом (Япония); контрциклическая налоговая политика (после каждого кризиса — комплекс налоговых мер, стимулирующих рост) (Корея); налоговые льготы, поощряющие слияния компаний, перенос производств в целях смягчения проблемы перенаселения (Япония, Корея); налоговые стимулы репатриации бизнеса, расположенного в других странах (Корея); сниженные налоги по экспортным доходам (Япония, Корея); освобождение от налогов инвестиций в НИОКР / вычет из базы налога на прибыль капитальных вложений, инвестиций в машины и оборудование (Япония, Корея, Сингапур); вычеты из налогооблагаемой прибыли за экспорт патентов (Япония); отмена импортных таможенных тарифов по стратегическому оборудованию (Япония); ускорение амортизации, основанное на учете результатов экспорта (Япония); специальные сверхвысокие нормы амортизации для экспортных производств под вычет из налоговой базы (Корея); специальные режимы ускоренной амортизации для малого и среднего бизнеса (Корея); инвестиционные налоговые кредиты, налоговые кредиты на НИОКР (Корея); увязка выдачи лицензий на импорт с субсидированием лицензиатами экспорта (Япония); множество видов резервных фондов, отчисления в которые снижали налоговую базу, в поддержку экспорта и (или) технологического развития (Япония, Корея); налоговые льготы, направленные на сворачивание неперспективных отраслей (Япония); налоговые каникулы, снижение налогов на определенное время в приоритетных отраслях и проектах, в производстве ключевых товаров, наукоемким «пионерным компаниям», в малом и среднем бизнесе (Корея, Сингапур); снижение налогов на малый и средний бизнес (Корея); налоговые стимулы организациям, создающим новые рабочие места (Корея); налоговые меры, стимулирующие энергоэффективность



### 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

(Корея); сокращение обложения личных доходов (Япония); отмена налога на доход от прироста капитала (Малайзия); налоговое стимулирование населения в росте внутреннего потребления (приобретение высокотехнологичных товаров отечественного производства), в сбережениях и приобретении финансовых продуктов (Япония, Корея); налоговое стимулирование зарубежных инвесторов при соблюдении требований к объему инвестиций, к экспорту произведенной продукции, при инвестициях в приоритетные отрасли, создание специального налогового режима для нерезидентов, резко снижающего налоговое бремя (Корея); налоговые льготы / отмена налогов по доходам нерезидентов, получаемым от инвестиций в депозиты и другие долговые продукты (Сингапур); налоговые льготы по роялти нерезидентам и выплатам по лицензионным соглашениям (Сингапур); освобождение от уплаты налога на доходы физических лиц в течение пяти лет для иностранных технических специалистов (Корея); льготное налогообложение иностранных специалистов (Малайзия); специальные налоговые льготы для развития международного финансового центра (МФЦ) (в отношении налогов на финансовые продукты и участников МФЦ) (Сингапур); налоговое стимулирование перемещения штаб-квартир международных холдингов (Сингапур).

*Валютный режим.* Основное решение стран экономического чуда — держать низкий валютный курс для подстегивания экспорта, создания барьеров против импорта товаров и экспорта капиталов.

*Япония* — режим фиксированного валютного курса, установленного на заниженном уровне, с 1950-х гг. до 1973 г. Затем — ревальвация, резко замедлившая экономику. Путь от тотального валютного контроля с составлением валютных бюджетов в 1950—1964 гг. до валютной либерализации 1970-х гг.

*Корея* — недооцененная (ослабленная) национальная валюта. Это многолетняя политика (девальвации 1961, 1964 гг., последующее снижение курса воны к доллару США) для стимулирования экспорта.

*Китай* — стремление к слабому юаню в сравнении с долларом США (постоянное снижение курса юаня в 1980—1994 гг., затем «флэт» в узком коридоре, с медленным укреплением с лета 2005 г. под напором обвинений США в манипулировании курсом валюты).

Путь от множественных курсов (с 1981 г.) к единому валютному курсу юаня (середина 1980-х гг.) и переводу его на рыночную основу (унификация официального и своп курсов юаня в середине

## 1. Финансовый форсаж

1990-х гг.). С начала 2000-х гг. — контролируемый рыночный курс в пределах узкого коридора колебаний, со все более широким использованием юаня в международном обороте и расширением внутреннего валютного рынка.

*Сингапур* в отличие от других стран экономического чуда был привержен политике стабильной / сильной валюты (малая открытая экономика, стимулирующая приток иностранного капитала). Однако с середины 1980-х гг. валютный курс начал использоваться для антициклического регулирования. В 1985—1988, 1997—2000 гг. курс валюты снижался с целью стимулировать выход экономики из кризиса.

*Малайзия* меняла один валютный режим за другим, двигалась от жестко фиксированного курса (1958—1971 гг.) к привязкам к доллару США / корзине валют, потом к крупной девальвации (1998 г.) под воздействием кризиса и вновь к фиксации к доллару США (1998—2005 гг.). Наконец, к либерализации. Валюта полвека колебалась в коридоре, примерно  $\pm 30\%$  (в 2011—2013 гг. ее курс был сопоставим с курсом 1958 г.).

### Уроки для России

Необходима смена парадигмы финансовой политики, ее переориентация на укрепление внутреннего денежного спроса, снижение зависимости от внешних источников капитала, прекращение немонетарной инфляции, предупреждение эксцессивного расширения участия государства в собственности, снижение налоговой нагрузки на экономику, противодействие системным рискам.

В центр политики должны быть поставлены финансовая политика стимулирования экономического роста, финансовое развитие российской экономики. С учетом особенностей России это означает вместо органичного — ускоренное, форсированное (но осторожное, проходящее «по острию ножа», без «левых» или «правых» уклонов) достижение следующих параметров:

- монетизация, финансиализация до уровня новых индустриальных экономик, преодоление накопленных деформаций и разбалансированности финансовой системы;
- рост насыщенности кредитами и другими долговыми активами;
- увеличение нормы накопления, снижение фискальной / налоговой нагрузки (увеличение финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении бизнеса для целей развития), расширение налого-

### 1.3. Финансовая политика догоняющей модернизации

вых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями;

- увеличение инвестиций государства в корпоративные долги на публичном рынке, связанные с модернизацией;
- органичный рост насыщенности экономики деньгами и кредитами / финансовыми активами;
- сокращение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля;
- противодействие немонетарной инфляции;
- политика низкого процента;
- отказ от концепции стерилизации «избыточной» ликвидности как доминирующей, оптимизация валютных резервов;
- стабилизация счета капиталов (рисков, связанных с «горячими деньгами», введение налога на вывод капитала или иных мягких рыночных ограничений (широкая международная практика));
- максимальное поощрение долгосрочных инвестиций нерезидентов (на основе сокращения регулятивных издержек и фискальной нагрузки);
- стимулирование внутреннего спроса на длинные финансовые активы в приоритетных отраслях.

Россия — открытая экономика, четверть века живущая в условиях рыночных реформ. В ней невозможно «репрессировать» финансовую систему в тех формах, которые использовались в беднейших азиатских экономиках на начальных этапах, когда запускался сверхбыстрый рост. Невозможно повторить стратегию, когда на первых порах проводилась либерализация реального сектора, затем, с задержкой, внутренней финансовой системы и только потом, спустя 15—20 лет осуществлялась полноценная финансовая либерализация с открытием счета капитала и переходом к более свободному плаванию валютного курса.

Возможность сделать что-то подобное упущена. Тем не менее по логике «шаг назад, два шага вперед» придется обращаться к элементам репрессированной финансовой системы. Почему? В нерыночной среде, существующей в России (пять банков контролируют более 50% активов банковского сектора, 20 банков — более 70%, то же — для небанковских финансовых институтов), рынок не может сам справиться с многолетними деформациями в финансовых переменных (сверхвысокий процент, завышенный валютный курс, высокая немонетарная инфляция, низкая монетизация, низкая насыщенность кредитами и т.п.). Рынок не может сам справиться с

## 1. Финансовый форсаж

такими искривлениями, как огосударствление финансового сектора, сверхконцентрированная собственность в нем, завышенная роль кэптивов.

Поэтому придется расширить, но осторожно, не нарушая рыночность, использование административных инструментов (потолков, лимитов, границ, нормативов, «командного» вмешательства в деятельность институтов) для снижения разбалансированности и волатильности финансовой системы РФ в ключевых параметрах (валютный курс, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала, институциональная структура).

Все это возможно сделать, только если Банк России обернется *центральным банком развития*, искусно сочетающим *финансовый дирижизм*, направленный на урегулирование деформаций в макрофинансах и на создание финансовых условий для экономического чуда, с развитием российского финансового сектора как действительно *рыночной среды*.

# 2

## Япония

2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации / 2.2. Инвестиционная политика / 2.3. Бюджетная политика / 2.4. Денежно-кредитная и процентная политика / 2.5. Валютная политика / 2.6. Политика в области счета капитала / 2.7. Развитие финансового рынка

### Список сокращений

BOT	Совет по торговле (Board of Trade)
FIL	Закон об иностранных инвестициях (Law Concerning Foreign Investment)
FILP	План фискального инвестирования и кредитования (Fiscal Investment and Loan Plan)
JDB	Японский банк развития (Japan Development Bank)
JETRO	Японская организация внешней торговли (Japan External Trade Organization)
MITI	Министерство внешней торговли и промышленности (Ministry of International Trade and Industry)
RFB	Банк финансирования реконструкции (Reconstruction Finance Bank)
SCAP	Главкомандующий союзными оккупационными войсками (Supreme Commander for the Allied Powers)

### 2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

После окончания Второй мировой войны Япония, экономика которой была в значительной степени разрушена, начала проводить политику, которая впоследствии получила название «японского чуда». Краткая характеристика этапов и содержания этой политики (середина 1950-х — конец 1970-х гг.) приведена в Приложении 1. Термин «японское чудо» формально относится к периоду с середины 1950-х гг. (начало реализации экономических реформ в Японии после окончания ее оккупации) до начала 1970-х гг., когда темпы экономического роста были максимальными. Среднегодовые тем-

## 2. Япония

пы роста реального ВВП в Японии в 1950-е и 1960-е гг. составили 8,46% и 10,71% соответственно, в 1970-е гг. они сократились до 5,28%<sup>1</sup>. Учитывая такие неблагоприятные для экономического развития Японии факторы, имевшие место в 1970-е гг., как распад Бреттон-Вудской валютной системы, положивший конец эре фиксированных валютных курсов, и два мировых энергетических кризиса, среднегодовые темпы роста ВВП Японии на протяжении данного десятилетия (5,28%) можно признать довольно высокими. Однако несмотря на сокращение темпов роста реального ВВП, реформирование экономики, ее движение в сторону открытости было продолжено (либерализация счета капитала была достигнута только к концу 1980 г.). В связи с этим анализ «японского чуда» будет расширенным и охватывать три десятилетия — 1950—1970-е гг. К окончанию рассматриваемого периода Япония либерализовала торговлю и счет капитала; либерализация в финансовом секторе началась по завершении рассматриваемого периода (конец 1970-х — 1990-е гг.) и сопровождалась формированием мыльного пузыря на финансовом рынке (1985—1991 гг. — Bubble Economy), следствием которого стало «потерянное десятилетие» 1990-х гг. (1991—2000 гг. — Lost Decade).

Ядром развития считается период с декабря 1955 г. по февраль 1973 г., в течение которого власти Японии приняли шесть национальных экономических планов, направленных на достижение высоких темпов экономического развития. Ключевым аспектом «японского чуда» можно назвать признание в качестве основного приоритета *экономического развития (Growth First Approach)* при сильной роли государства (сильное государственно-частное партнерство в Японии даже привело к появлению термина *Japan Inc.*). Проводником политики государства стало Министерство внешней торговли и промышленности (Ministry of International Trade and Industry, MITI). Министерство обладало уникальным для систем государственного управления в развитых индустриальных демократиях набором полномочий, выполняло функцию управления проектом развития, опираясь на методы административного руководства в экономической сфере. Важными особенностями MITI были его малые размеры, внутренняя демократия, выполнение функций «мозгового центра» при опоре на мнение бизнеса и акаде-

<sup>1</sup> См.: *Quintieri B.* Presentation for Italy-Japan Business Group. [www.ijbg.ice.it](http://www.ijbg.ice.it).

## 2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

мического сообщества, непрямой контроль за государственными финансовыми средствами, система вертикальных бюро для реализации промышленной политики.

Экономическая политика Японии после окончания оккупации была нацелена на индустриализацию (на базе тяжелой и химической промышленности в 1950—1960-е гг.; на базе отраслей экономики, основанных на знаниях, в 1970-е гг.) путем активного развития импортозамещающих отраслей и содействия экспорту, в частности, путем восстановления экономических связей со странами Юго-Восточной Азии (ЮВА). Характерной чертой «японского чуда» была опора на внутренние источники капитала<sup>1</sup> при сильном протекционизме во внешнеэкономической политике с постепенной либерализацией торговли и счета капитала<sup>2</sup> по мере готовности японской продукции и экономики к иностранной конкуренции.

Основными *элементами проводимой политики* стали использование индикативных планов развития экономики; государственный выбор стратегических отраслей и времени постепенного свертывания их поддержки; стимулирование высокой нормы накопления; кредитный план на уровне макроэкономики; государственные финансовые институты; выборочный доступ к государственному или гарантированному государством финансированию; целевые налоговые льготы; государственное финансирование строительства инфраструктурных объектов; ориентация антимонопольной политики на цели развития и международной конкурентоспособности в большей степени, чем на поддержание внутренней конкуренции; координация инвестиций для обеспечения прибыльности всех участников; содействие государства в коммерциализации и продаже продукции и при спадах в отраслях; государственные или спонсируемые государством научные исследования; использование государственного лицензирования и разрешительного права для достижения целей развития; широкая опора на частно-государственное партнерство и — в меньшей степени — на госкомпа-

---

<sup>1</sup> При понимании одновременно роли экономической помощи США в послевоенном восстановлении Японии.

<sup>2</sup> Термин «счет капитала» (capital account) используется в расширительной трактовке как один из двух разделов платежного баланса страны (наряду со счетом текущих операций), отражающий движение капиталов в форме прямых и портфельных инвестиций, кредитов и т.п. В соответствии с действующей классификацией МВФ данному термину соответствует понятие «финансовый счет» (financial account).

## 2. Япония

нии; выполнение частными и получастными ассоциациями государственных функций (подробнее см. Приложение 1).

Согласно одному из наиболее авторитетных исследований «японского чуда», осуществленному Э. Денизоном и У. Чангом из Брукингского института<sup>1</sup>, к *основным факторам* сверхвысокого роста в Японии в 1950-е и 1960-е гг. (в порядке убывания их значимости) следует отнести: прирост инвестиций; использование новых технологий; эффект масштаба; человеческий капитал; перераспределение ресурсов (из сельского хозяйства в промышленность).

*Финансовая политика* была направлена на максимальную поддержку экономического развития. Ее основные компоненты, целевые ориентиры и инструменты показаны в таблице (табл. 2.1).

Таблица 2.1. % ! ! ! /  
1950\$ „ 1970\$ .

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
Инвестиционная политика	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обеспечение системы «быстрого роста» (направление инвестиций в экономику);</li> <li>• Опора на внутренние резервы роста (стимулирование высокой нормы сбережений и высокой нормы накопления для развития приоритетных отраслей и инфраструктуры);</li> <li>• Протекционистская внешняя политика (максимальное ограничение притока иностранного капитала)</li> </ul>	<p>Методы бюджетной (в том числе налоговой), денежно-кредитной и процентной политики, политики в области счёта капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Достаточно высокие проценты по депозитам;</li> <li>• Фактически полное освобождение от налогообложения процентных платежей по депозитам государственной почтово-сберегательной системы и по сбережениям через корпоративные сберегательные планы;</li> <li>• Финансовая поддержка экономики деньгами через банковскую систему (частные и государственные банки) и расходы государственного бюджета;</li> </ul>

<sup>1</sup> Denison E. F., Chung W. K. How Japan's Economy Grew So Fast. Wash.: Brookings Institution, 1976.



## 2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

Продолжение табл. 2.1

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Полный государственный контроль за притоком иностранного капитала при его максимальном ограничении (и одновременном содействии импорту новых технологий)</li> </ul>
Бюджетная политика	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поддержание макроэкономической стабильности (контроль инфляции, обеспечение развития внешней торговли);</li> <li>• Финансовая поддержка развития инфраструктуры и приоритетных отраслей</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сбалансированные государственные бюджеты (до 1965 г.) при ограниченном объеме публичного долга в последствии;</li> <li>• Поддержка экономического развития (государственные субсидии в целях поддержки экспорта, а также установки и испытания нового оборудования, государственное финансирование строительства инфраструктурных объектов и др.) при подчиненной роли данного инструмента (политика ограничения бюджетных расходов) в сравнении с налоговыми методами стимулирования развития экономики</li> </ul>
Налоговая политика	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие приоритетных отраслей;</li> <li>• Стимулирование потребления (в частности, для развития приоритетных отраслей — через содействие потреблению их продукции);</li> <li>• Иные задачи (стимулирование слияний, смягчение проблемы перенаселения и др.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкая налоговая нагрузка на экономику;</li> <li>• Преференциальное налогообложение стратегических отраслей (широкое использование традиционных и инновационных налоговых льгот для данных отраслей);</li> <li>• Отмена акцизов по отдельным товарам (для повышения их доступности потребителям);</li> <li>• Единовременное резкое сокращение налога на доходы вкпе с ежегодными снижениями ставки подоходного нало-</li> </ul>

## 2. Япония

Продолжение табл. 2.1

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
		<p>га пропорционально темпам роста экономики;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Иные налоговые льготы (для поощрения слияний компаний, для переноса производств в целях смягчения проблемы перенаселения и др.)</li> </ul>
Денежная политика	Обеспечение финансовых потребностей экономики при поддержании макроэкономической стабильности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение финансовой глубины экономики, прежде всего, методами кредитной политики;</li> <li>• Полный государственный контроль за финансовой системой, основу которой составляли банки (в Японии реализовалась модель финансовой системы, основанная на банках) — за уровнем процентных ставок, составом банковских операций, за открытием банками новых отделений (по разрешению регулятора), лимитами кредитования и т.п.</li> </ul>
Кредитная политика	Масштабное финансирование инфраструктуры и приоритетных (стратегических) отраслей	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Наличие «второго», или инвестиционного, бюджета Японии (официальное название — План фискального инвестирования и кредитования, Fiscal Investment and Loan Plan, FILP). Фактически представляет собой кредитный план на макроэкономическом уровне: направление государством в экономику (через сеть государственных банков) накопленных населения, мобилизуемых с помощью государственной почтово-сберегательной системы;</li> </ul>

## 2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

Продолжение табл. 2.1

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• «Накачивание» экономики деньгами через банковскую систему (система «чрезмерно-го» кредитования через городские банки, государственные финансовые институты, предоставлявшие низкопроцентные кредиты стратегическим отраслям; FILP);</li> <li>• Стягивание кредитов в приоритетные отрасли;</li> <li>• Сдерживание кредитной экспансии методами: рационализации кредитов (1950—1960-е гг.); согласования регулятором повышения объемов кредитования со стороны основных частных банков; координации кредитной политики Банка Японии с оценками MITI относительно потребностей отраслей в капитале</li> </ul>
Процентная политика	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обеспечение доступности финансовых ресурсов для экономики;</li> <li>• Стимулирование сбережений через государственную почтово-сберегательную систему</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Государственный контроль за уровнем процентных ставок (регулирование ставок по депозитам с обеспечением соответствующих низких процентных ставок по кредитам);</li> <li>• Равенство номинальных процентных ставок по депозитам частных банков и учреждений государственной почтово-сберегательной системы при неравенстве сроков погашения данных депозитов, дающее процентное преимущество (за счет капитализации процентов) при осуществлении сбережений через государственную почтово-сберегательную систему</li> </ul>

## 2. Япония

Продолжение табл. 2.1

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
Валютная политика	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поддержка экспорта;</li> <li>• Обслуживание внешней торговли определяемых государством потребностей экономики Японии в иностранных товарах с позиции развития приоритетных отраслей</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Закрепление курса национальной валюты на сильно заниженном уровне (режим фиксированного валютного курса до 1973 г.); в результате — его последовательная ревальвация после перехода к свободному плаванию иены (1973 г.);</li> <li>• Переход от полного валютного контроля до 1964 г. (система валютных бюджетов на уровне макроэкономики, обязательная продажа валютной выручки и полный контроль за импортом и за ценами) к его смягчению в 1964 г. (отмена контроля за внешней торговлей, обязательство отказа от государственного субсидирования экспорта) и полной отмене к концу 1980 г. (ограничение возможности для государства вмешательства в валютную сферу случаями проблем с платежным балансом и другими чрезвычайными ситуациями)</li> </ul>
Политика в области счета капитала	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Импорт новых технологий, необходимых для развития стратегических отраслей;</li> <li>• Протекционизм в отношении японского бизнеса (недопущение поглощения японских фирм иностранными компаниями);</li> <li>• Поощрение восстановления экономических связей со странами Азии, в частности, путем осуществления японскими компаниями прямых инвестиций в данном регионе</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Полный государственный контроль за импортом технологий и притоком иностранного капитала;</li> <li>• Максимальное ограничение иностранного владения японскими компаниями (разрешительный порядок осуществления прямых иностранных инвестиций (ПИИ), разрешение создания совместных предприятий с по меньшей мере 50%-ным японским участием и иные многочисленные огра-</li> </ul>

## 2.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

Окончание табл. 1.2

Направление финансовой политики	Целевые ориентиры	Инструменты
		<p>ничения) с постепенным снятием ограничений, носящим запаздывающий характер (осуществлялось по мере роста конкурентоспособности японских компаний) и во многом происходящим вопреки протекционистской политике государства (шел «снизу», а не «сверху»), при полном снятии ограничений на прямые иностранные инвестиции только к концу 1980 г.;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Поощрение прямых инвестиций японских компаний за рубежом, в первую очередь в Азии (Корее, Тайване, странах ЮВА) (1970-е гг.);</li> <li>• Запаздывающий характер снятия ограничений на движение краткосрочных потоков капитала по сравнению с прямыми инвестициями (в основном вторая половина 1970-х гг.)</li> </ul>

Источники: *Aramaki K.* Sequencing of Capital Account Liberalization — Japan's experiences and their implications to China // *Public Policy Review*. 2006. Vol. 2. No. 1. P. 177—232; *Forsberg A.* America and the Japanese Miracle: The Cold War Context of Japan's Postwar Economic Revival, 1950—1960. The University of North Carolina Press, 2000; *Johnson C. A.* MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975. Stanford University Press, 1982; *Ito T.* Japan and the Asian Economies: A'Miracle' in transition // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996. Vol. 27. Issue 2. P. 205—272; *Katz R.* Japan: The System That Soured: The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle. M E Sharpe Inc., 1998; *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. A World Bank Policy Research Report, 1993 и др.

В целом финансовая формула «японского чуда» может быть представлена следующей цепочкой:

Высокие уровни нормы накопления и нормы сбережений — Масштабные инвестиции в капиталоемкие отрасли (при государственном выборе приоритетных отраслей) — Макроэкономическая

## 2. Япония

стабильность (низкая инфляция, отсутствие (до 1965 г.) / низкий уровень бюджетного дефицита) — Фиксированный (до 1973 г.) — заниженный курс национальной валюты, способствующий развитию экспорта и импортозамещению — Ограничение иностранного капитала при поощрении импорта технологий — Государственная поддержка экспорта — Контроль за счетом капитала и его постепенная либерализация по мере готовности экономики — Широкое налоговое стимулирование экономики — Контроль за банковской системой (основа финансовой системы).

В табл. 2.2 показан вектор реформ в период «японского чуда».

### 2.2. Инвестиционная политика

#### Норма накопления и ее поддержание

Прирост инвестиций признается одним из ключевых факторов «японского чуда»: с начала 1950-х гг., когда валовые частные инвестиции составляли 17,2% ВВП, они последовательно росли и достигли 30,5% ВВП к началу 1970-х гг. За этот период сбережения (поровну за счет компаний и домохозяйств) выросли с 16,5% до 31,9% ВВП<sup>1</sup>.

Мощным фактором роста, особенно в 1950-е гг., стало направление государством в экономику *сбережений населения*, которое реализовывалось с использованием таких институтов, как государственная почтово-сберегательная система, «второй», или инвестиционный, бюджет государства, сеть государственных банков.

Япония была одной из первых стран, создавших почтово-сберегательную систему (1875 г.). В основу системы была положена модель Великобритании. При создании системы государство преследовало две основные цели: содействие сбережениям населения (прежде всего проживающего в сельских областях и имеющего низкий уровень доходов) для повышения уровня их благосостояния и аккумулирование небольших сбережений для последующего инвестирования в экономику. С 1875 г. в почтовых отделениях стало возможным открывать сберегательные счета (savings deposits) и осуществлять денежные переводы, с 1906 г. — осуществлять безналичные переводы, с 1916 г. — получать услуги по страхованию жизни. Активами почтово-сберегательной системы были инструменты, современным аналогом которых яв-

---

<sup>1</sup> См.: *Henderson D. R. Japan and the Myth of MITI*. [www.econlib.org](http://www.econlib.org). Максимум инвестиций достигли в 1973 г. (36,4% (!) ВВП), к 1980 г. они снизились до 31,7%. Источник: International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

Т а б л и ц а 2.2. Эволюция основных компонентов финансовой стратегии модернизации Японии в 1950-е — 1970-е гг.

**Начало реформ:**

Уровень экономического развития: Бедная страна (по уровню ВВП на душу населения).

Модель экономической системы: «Плановая» экономика.

Год	Модель экономической системы	Инвестиционные приоритеты (структура экономики)	Бюджетная и налоговая политика	Валютная политика, политика в области счета капитала	Денежно-кредитная и процентная политика
1955	Закрытая экономика с полностью контролируемыми внешнеэкономическими отношениями (1950-е гг.)	Изменение структуры японской экономики, перенос центра тяжести с трудозатратной легкой промышленности на тяжелую	Налоговое стимулирование экономического развития становится одним из основных инструментов промышленной политики (с 1951 г.)		«Второй» (инвестиционный) бюджет (FILP) (с 1953 г.), представляющий собой кредитный план на макроэкономическом уровне; направление государством в экономику (через сеть государственных банков) накопленного населения, мобилизуемых с помощью государственной почтово-сберегательной системы
1956					
1957					
1958					
1959					
1960	Начало построения открытой экономики (1960-е гг.): либерализация торговли, начало либерализации счета капитала (с 1967 г.)			Либерализация торговли (конец 1940-х гг. — начало 1970-х гг., особенно в течение первой половины 1960-х гг.)	Повышение финансовой глубины экономики: система «чрезмерного» кредитования
1961					

Окончание табл. 2.2

Год	Модель экономической системы	Инвестиционные приоритеты (структура экономики)	Бюджетная и налоговая политика	Валютная политика, политика в области счёта капитала	Денежно-кредитная и процентная политика
1962					<p>городских банков; государственных финансовых институты (средства FILP) при контроле за инфляцией</p> <p>Стягивание кредитов в приоритетные отрасли; рационалирование кредитов (1950—1960-е гг.)</p> <p>Административное управление процентом (поддержание низких ставок)</p> <p>Контроль за финансовой системой (модель финансов, основанная на банках); многочисленные ограничения для развития фондового рынка</p>
1963					
1964				Отмена полного валютного контроля (1964 г.)	
1965			Отказ от сбалансированных бюджетов и начало выпуска государственных облигаций (1965 г.)	Либерализация валютных и капитальных операций (начало 1960-х гг. — конец 1990-х гг., особенно в период с середины 1960-х гг. до конца 1970-х гг.)	
1966					
1967				Либерализация прямых иностранных инвестиций в японскую экономику (1967—1976 гг.)	
1968					
1969				Снятие ограничений на осуществление прямых инвестиций японского бизнеса за рубежом (1969—1972 гг.)	



1970	Продолжение построения открытой экономики (1970-е гг.): либерализация экономики достигнута к 1973 г., за исключением стратегических отраслей и отраслей, в которых традиционно применяются протекционистские меры; к 1976 г. — включая стратегические отрасли и розничную торговлю	Начало изменения структуры экономики с доминирования тяжелой промышленности на развитие третьего сектора (сектора услуг) и построение экономики, основанной на знаниях (1970-е гг.)		
1971				
1972				
1973			Отмена фиксированного курса и переход к свободному плаванию иены (1973 г.)	
1974				
1975		Либерализация краткосрочных потоков капитала (в основном вторая половина 1970-х гг.)		
1976				
1977				
1978				
1979				
1980		Полная отмена ограничений по счету капитала (1980 г.)		

**Итог реформ:**

Уровень экономического развития: Богатая нация с одним из самых высоких уровней ВВП на душу населения в мире.  
 Модель экономической системы: В целом открытая экономика (либерализована торговля, счет капитала; не либерализован финансовый сектор).

## 2. Япония

ляются безрисковые государственные облигации: первоначально все привлеченные средства почтово-сберегательной системы размещались в Первом национальном банке (First National Bank) — частном банке, который до создания Банка Японии в 1878 г. выполнял роль эмиссионного центра; с 1878 г. часть данных средств (с 1884 г. — полностью) стала поступать в распоряжение Министерства финансов. Депозитное бюро (Deposit Bureau) Министерства финансов<sup>1</sup> размещало средства почтово-сберегательной системы (в разные периоды) в государственные облигации, иностранные активы, займы государственным банкам и иным связанным с государством учреждениям; в послевоенное время, с 1950-х гг. они стали основным источником FILP<sup>2</sup>.

С конца 1990-х гг. началось реформирование почтовой системы. Она была корпоратизирована — с созданием в 2006 г. холдинговой структуры (Japan Post Holdings) и в 2006—2007 гг. ее 100%-ных дочерних компаний, в которые был выделен почтовый, банковский и страховой бизнес почтовой системы. Банковские услуги с 2007 г. оказывает 100%-ная «дочка» холдинга — Японский почтовый банк (Japan Post Bank). Принято законодательство, предполагающее приватизацию к 2017 г. (без обязательства полной приватизации) почтовой системы, которая продолжает оставаться государственной (с продолжением использования государством активов почтовой системы — через покупку компаниями, входящими в почтовый холдинг, гособлигаций).

В связи с этим активным сторонником приватизации является Японский почтовый банк, который, будучи крупнейшим держателем государственных облигаций Японии, заинтересован в диверсификации активов в направлении сокращения вложений в государственные ценные бумаги и расширения кредитования частных субъектов, прежде всего ипотечного кредитования<sup>3</sup>.

Особенностью японской финансовой системы является возможность открытия гражданами сберегательных счетов, а также приобретения аннуитетов и страховых продуктов в почтовых отделениях. Вследствие большего доверия населения к государственным институтам, практически полного отсутствия системы социального обеспечения и активного налогового, а также процентного стимулирования сбережений через государственную почтово-сберегательную систему (см. в п. 2.3 «Налоговая политика», в п. 2.4 «Про-

---

<sup>1</sup> После Второй мировой войны Бюро трастового фонда (Trust Fund Bureau).

<sup>2</sup> См.: *Kuwayama Hagan P.* Postal Banking in the United States and Japan: A Comparative Analysis // *Monetary and Economic Studies*. May 2000. P. 91—93.

<sup>3</sup> См.: *Nakamoto M.* Japan Post Prepares for Privatisation // *Financial Times*. 2012. October 26. [www.ft.com](http://www.ft.com).

## 2.2. Инвестиционная политика

центная политика»). В послевоенные годы этот тип вложений имел ошеломительный успех: к 1980 г. общий объем средств почтовых депозитов приблизился к 55 трлн иен (сумма, в 4 раза превышающая активы Банка Америки — крупнейшего коммерческого банка в мире) в сравнении с 31 трлн иен на депозитах городских банков и 30 трлн иен<sup>1</sup> на депозитах региональных банков<sup>2</sup>.

На протяжении всего периода реформ *норма сбережений* в Японии была одной из самых высоких среди ключевых стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), увеличившись с около 15% в середине 1950-х гг. до более 20% к началу 1970-х гг.<sup>3</sup>

Изначально союзные оккупационные войска (SCAP)<sup>4</sup> установили ограничение на использование средств почтово-сберегательной системы Министерством финансов (распоряжалось Бюро трастового фонда Министерства финансов): данные средства могли использоваться только в качестве обеспечения при выпуске государственных облигаций, однако в 1951 г. SCAP разрешил их использование на специальные государственные проекты, а после окончания оккупации запреты были сняты. Это дало возможность объединения средств почтово-сберегательной системы в пул и их направления в экономику через так называемый *План фискального инвестирования и кредитования* (Fiscal Investment and Loan Plan, FILP), который получил неофициальное название «второго», или инвестиционного, бюджета Японии и впервые был составлен в 1953 г. (до 1973 г. он контролировался только экономическими властями и не подлежал одобрению Парламентом). Несмотря на название «бюджет», фактически FILP представлял собой инструмент кредитной политики государства (кредитный план на макроэкономическом уровне).

FILP позволил Японии соблюдать требование сбалансированности бюджета, установленное после Второй мировой войны

---

<sup>1</sup> Около 242,6, 136,7 и 132,3 млрд долл. США соответственно (исходя из среднегодового валютного курса в 1980 г.: 1 долл. = 226,74 иен). Источник: International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

<sup>2</sup> См.: Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle. P. 210.

<sup>3</sup> См.: Ito T. Japan and the Asian Economies: A 'Miracle' in transition. P. 227.

<sup>4</sup> Аббревиатура SCAP (Supreme Commander for the Allied Powers — Главнокомандующий союзными оккупационными войсками) использовалась в Японии для обозначения не столько личности главнокомандующего, сколько его офиса и проводимой союзными оккупационными войсками политики.

## 2. Япония

SCAP (до 1965 г. когда для поддержки экономики были впервые эмитированы государственные облигации). Так, начиная с 1953 г. объемы FILP колебались между  $\frac{1}{3}$  и  $\frac{1}{2}$  объемов государственного бюджета (от 3,3% (1956 г.) до 6,3% (1972 г.) ВВП). В целом доля публичных финансовых институтов в структуре источников капитала в экономику Японии в 1953 г. (запуск FILP) составляла 38% (к 1961 г. она снизилась до 20%)<sup>1</sup>. Инвестиционный бум 1950-х и 1960-х гг., спонсируемый государством, был настолько велик, что привел к значительному избытку производственных мощностей, повлекшему снижение инвестиций в первой половине 1970-х гг.

Каналом для направления средств FILP в экономику служила система государственных банков.

Именно чрезвычайно высокая норма сбережений и накопления стала источником быстрого послевоенного экономического роста в Японии — страна, в отличие от многих других стран, прошедших через догоняющую модернизацию, использовала *внутренние резервы роста* при слабой опоре на иностранный капитал.

### Прямые иностранные инвестиции

Характерной чертой развития японской экономики в 1950-е гг. являлся чрезвычайно *низкий уровень* прямых иностранных инвестиций (ПИИ), который в последующие два десятилетия вырос незначительно — до уровня в 10% в объеме прироста инвестиций<sup>2</sup>, при одновременном активном импорте технологий. Япония провозгласила начало эры технологической независимости только в 1980 г.

В 1950 г. был принят Закон об иностранных инвестициях (Law Concerning Foreign Investment, FIL), который обеспечил проведение политики активного стимулирования *импорта технологий* и оборудования при максимальном *ограничении* иностранного владения японскими компаниями<sup>3</sup>, его полная отмена произошла только в 1980 г.

Допуск иностранного участия в японской экономике осуществлялся только с разрешения MITI. Была создана система тотально-

---

<sup>1</sup> См.: Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle. P. 211.

<sup>2</sup> См.: Forsberg A. America and the Japanese Miracle. P. 169.

<sup>3</sup> FIL регулировал порядок осуществления иностранных инвестиций, сопровождающихся импортом технологий. Для остальных случаев применялся Закон об иностранной валюте и внешней торговле (Foreign Exchange and Foreign Trade Act) 1949 г.

## 2.2. Инвестиционная политика

го государственного отбора иностранных инвестиций, допускаемых в Японию: в соответствии с законом был создан Комитет по иностранным инвестициям (Foreign Investment Committee), после окончания оккупации его функции перешли к Бюро по предпринимательству (Enterprises Bureau) MITI). Он выдавал лицензии всем иностранным инвесторам, которые хотели вступить в договора, дающие им активы в Японии (лицензирование технологий, приобретение акций, патентование и т.п.). Соответственно, государство получило контроль и над суммой роялти. Целью данной меры было ограничение импорта иностранных технологий теми случаями, которые представлялись необходимыми для развития японской промышленности.

Сенсационным случаем конца 1950-х гг. стала обструкция MITI предложения о создании совместной компании между американской Singer Sewing Machines of the United States и японской Pine Sewing Machines of Japan (вследствие проведения политики развития внутренней швейной промышленности) — путем установления ограничений на объемы производства совместной компании. Другой известный пример протекционистской политики — получение IBM права работать в Японии только при условии предоставления последней (с согласованным размером роялти) патентов на компьютерные технологии японским компаниям (IBM являлась держателем всех основных патентов, связанных с компьютерными технологиями, что блокировало развитие японской компьютерной индустрии), а также соглашения IBM на ограничение объемов продажи компьютерной техники в Японии для обеспечения возможности развития внутреннего производства<sup>1</sup>.

Ограничения начали сниматься только с 1968 г. — намного позднее отмены ограничений платежного баланса.

Одновременно проводилась политика отделения ввоза новых технологий от обязательств, которыми сопровождался такой ввоз: иностранная собственность, патентные права, ноу-хау, предложения о создании совместных венчурных компаний, участие в капитале, правах голосования, присутствие иностранных директоров в советах директоров японских корпораций и т.п. Фактически применяемые меры по *ограничению иностранного капитала* включали<sup>2</sup>:

---

<sup>1</sup> См.: Johnson C. A. Op. cit. P. 246.

<sup>2</sup> Ibid.

## 2. Япония

— ограничение доли иностранного участия в капитале совместной компании 50%. К 1965 г. из 354 одобренных МІТІ совместных предприятий только 28 (7,9%) были 100%-ными «дочками» иностранных компаний, в 29 совместных компаниях (8,2%) иностранные держатели были обладателями доли акционерного капитала свыше 50%. В 83,9% случаях (297 компаниях) доля иностранного партнера не превышала 50%<sup>1</sup>;

— запрет недружественных поглощений;

— ограничение количества и прав голосования иностранных граждан в советах директоров японских фирм.

Либерализация счета капитала началась в Японии только в 1967 г. (под давлением международного сообщества), она носила запаздывающий характер (осуществлялась по мере готовности японской экономики к принятию иностранного капитала, причем при опережении роста прямых инвестиций над открытием возможностей для осуществления портфельных инвестиций) и была достигнута только к концу 1980 г.

Таким образом, Япония в период реформ проводила жесткую протекционистскую политику и в целом не полагалась на иностранный капитал как источник инвестиций.

### 2.3. Бюджетная политика

Несмотря на активную роль государства в экономике, размеры национального бюджета в процентах к ВВП в Японии исторически низки, ниже, чем в подавляющем большинстве развитых стран.

Таблица 2.3. Государственные расходы, % ВВП

Страна	1950 г.	1960 г.	1970 г.	1980 г.
Япония	15,9	17,8	18,6	32,3
США	22,4	28,4	33,7	35,3
Великобритания	32	32,1	37,8	44,3
Германия	29,2	32,2	36,9	46,5

Источник: Hall D. Why We Need Public Spending. PSIRU University of Greenwich, October 2009. P. 7.

<sup>1</sup> См.: Forsberg A. America and the Japanese Miracle. P. 182.

**Государственный долг.** Следуя разработанному SCAP в конце 1940-х гг. Плану экономической стабилизации, направленному на обуздание инфляции, который среди прочего предполагал проведение политики сбалансированных бюджетов, Министерство финансов Японии на протяжении многих лет следовало такой политике, опираясь для поддержки системы «быстрого роста» в большей степени на меры денежно-кредитной политики. Политика ограничения бюджетных расходов может быть проиллюстрирована следующими цифрами: уровень конечного потребления государства снизился с 11% от ВВП в 1954 г. до 7,3% от ВВП в 1969 г. (с последующим ростом до 14,1% к 1980 г. (International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base)). Только в середине 1965 г. в период рецессии, когда Япония была вынуждена проводить жесткую монетарную политику (дефицит платежного баланса в условиях отмены контроля за внешней торговлей в 1964 г., сдерживание кредитной экспансии), она отказалась от 16-летней политики сбалансированных бюджетов и начала выпускать *государственные инфраструктурные облигации* (construction bonds) для финансирования контрреcessionных мер. С середины 1970-х гг. стали эмитироваться *облигации на покрытие дефицита бюджета* (special deficit-financing bonds), быстро растущего со второй половины 1970-х гг. К основным причинам роста дефицита бюджета Японии во второй половине 1970-х гг., который достиг 6% ВВП в 1979 г., можно отнести: чрезмерное финансирование из бюджета в целях стимулирования экономики из-за переоценки возможностей ее роста после нефтяного кризиса 1973 г. (прогнозирование не реализовавшегося возврата к росту в 8—10%); дорогостоящие реформы в сфере социального обеспечения 1973 г.; непринятие законодательства о косвенных налогах, которые должны были увеличить доходную базу бюджета; требования группы G7 в части регулирования экономики Японии (и Германии) для уменьшения их торговых профицитов и содействия росту в других индустриальных странах. Вместе с тем в целом размеры государственного долга были незначительны (табл. 2.4).

**Расходы бюджета.** При поддержании низкого уровня налогов и бюджетных расходов высокая доля затрат государственного бюджета направлялась на поддержку экономики, включая финансирование строительства инфраструктурных объектов, субсидии для поддержки экспорта, а также установки и испытания нового оборудования и т.п. Только на инфраструктурные проекты в 1960 г.

## 2. Япония

Таблица 2.4. Государственный долг Японии в 1950—1970-е гг., % ВВП

Годы	Динамика государственного долга
1950—1959 гг.	Последовательное снижение с 15% до меньше чем 10%
1960—1969 гг.	Снижение в начале 1960-х гг. до 5% с последующим разворотом тренда на повышение объемов публичного долга, приближение к концу 1960-х гг. к уровню 10%
1970—1979 гг.	Резкий рост публичного долга во второй половине 1970-х гг. до уровня 40% к концу десятилетия

Источник: *Quintieri B.* Presentation for Italy-Japan Business Group. [www.ijbg.ice.it](http://www.ijbg.ice.it).

было направлено 17,4% расходов государственного бюджета, в 1970 г. — 17,6% (для сравнения: в 2011 г. — 5,4%). Затраты на поддержку экономики, в том числе на науку (более детальная статистика недоступна) отражаются в статье «Прочее». Доля расходов по статье «Прочее» составляла в 1960 г. 51,2%, в 1970 г. — 43,2% (в 2011 г. — 22,1%)<sup>1</sup>.

**Доходы бюджета.** Меры в области налогообложения следует признать основным инструментом фискальной политики в период реформ.

### Налоговая политика

Отдельные налоговые стимулы стали применяться в Японии с 1946 г. Специальные налоговые преференции были установлены в 1946 г. Законом о специальных мерах по налогообложению (*Taxation Special Measures Law*); возможность переоценки (в сторону понижения) промышленных активов в налоговых целях, фактически ведущая к созданию дополнительного капитала фирм (осуществлялась три раза между 1950 г. и 1955 г.), была предусмотрена в Законе о реэvaluации капитальных активов 1950 г. (*Capital Assets Revaluation Law*). С 1951 г. налоговое стимулирование экономического развития стало одним из основных инструментов промышленной политики Японии. Период наиболее высоких темпов роста (1950—1960-е гг.) совпал с периодом наименьшего налогового бремени: В 1951—1970 гг., когда среднегодовой рост реального ВВП составлял 9%, общее налоговое бремя (за исключением социальных налогов) со-

<sup>1</sup> Japan's Fiscal Condition. Ministry of Finance, December 2010. P. 7. [www.mof.go.jp](http://www.mof.go.jp).



### 2.3. Бюджетная политика

кратилось с 22,4% до 18,9% национального дохода; в 1970-е гг. налогообложение выросло до 22,8% при снижении темпов роста ВВП до 4,8% (к 1980 г.)<sup>1</sup>.

**Налогообложение юридических лиц.** В условиях выбора мер государственной поддержки развития экономики предпочтение было отдано налоговым льготам, тогда как основным инструментом политики «приоритетного производства» во второй половине 1940-х гг. были прямые субсидии. Поддержка приоритетных отраслей (ценовые субсидии, компенсация убытков) осуществлялась через кредиты и субсидии государственного Банка финансирования реконструкции (Reconstruction Finance Bank, RFB): субсидия предшествует желаемому действию со стороны компании, а налоговая льгота предоставляется после его осуществления, и, кроме того, получает меньшую политическую огласку (менее заметна). Активно использовалось преференциальное налогообложение для отраслей, признаваемых государством приоритетными<sup>2</sup>:

— освобождение от налогообложения до 50% экспортных доходов (с 1955 г. планка повышена до 80%; с 1964 г., когда Япония была вынуждена отменить налоговые вычеты по экспортным доходам в связи с изменением ее статуса в Генеральном соглашении по тарифам и торговле (ГАТТ) (выхода из категории бедных стран), MITI разработало новую схему, выгодную экспортерам, заменив налоговые вычеты на новый способ расчета амортизации, основанный на учете результатов экспортной деятельности в прошлый период);

— специальные вычеты из налогооблагаемой прибыли от экспорта патентов и ноу-хау (55%) и авторских прав, кроме роялти от показа фильмов (20%), от доходов за планирование и консультирование по зарубежным строительным проектам (20%);

— освобождение инвестиций в научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (НИОКР) от уплаты местных налогов;

— ускоренная амортизация по установленным инвестициям в рамках промышленной рационализации (включая ускоренную

---

<sup>1</sup> См.: *Henderson D. R. Japan and the Myth of MITI* ([www.econlib.org](http://www.econlib.org)). При этом уровень налогового бремени в Японии в 1970-е гг. продолжал оставаться ниже среднего уровня в странах ОЭСР: 20,8% против 29,4% от ВВП для 1975 г. (*Hall D. Why We Need Public Spending*. P. 39).

<sup>2</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 218, 234—236.

## 2. Япония

амортизацию по всем инвестициям в НИОКР; 50%-ную амортизацию в первый год эксплуатации нового оборудования для установленных правительством отраслей);

— отмена импортных таможенных тарифов по стратегическому оборудованию; возмещение таможенных сборов, уплаченных при импорте сырья для установленных отраслей;

— сокращение размеров роялти по импортируемым технологиям;

— освобождение отдельных потребителей от налогов и т.п.

МИТИ проявляло чрезвычайную изобретательность в налоговой сфере, используя не только традиционные методы поддержки бизнеса. Двумя самыми яркими примерами *инновационного подхода к налогообложению* являются механизмы использования доходов от налогообложения импортеров бананов и сахара (высокорентабельный бизнес вследствие высокого спроса в Японии на данные товары) в первой половине 1950-х гг. Лицензии на импорт сахара выдавались торговым компаниям только в случае альянса последних с судостроительными предприятиями и предоставления экспортной лицензии, свидетельствующей о направлении 5% их прибыли на субсидирование экспорта судов. За два года существования (1953—1955 гг.) данный механизм привел к притоку капитала в судостроительную отрасль в размере 10 млрд иен (около 27,7 млн долл. США)<sup>1</sup>, однако был отменен вследствие большого спроса других отраслей на подобные субсидии и недовольства МВФ. Аналогичным образом взимались налоги на импорт бананов, которые направлялись на финансирование созданной в 1951 г. Японской организации внешней торговли (Japan External Trade Organization, JETRO). JETRO была создана для преодоления проблемы «слепой торговли» — отсутствия в середине 1950-х гг. информации у японских производителей относительно спроса на иностранных рынках, изменения тарифов, спецификаций продукции, а также для рекламы и маркетинга новых японских товаров. К 1975 г. JETRO насчитывала 24 центра по торговле и 54 информационных центра в 55 странах. Благодаря этим мерам за год (с 1954 г. по 1955 г.) ее финансовые средства выросли в 33 раза<sup>2</sup>.

Наиболее креативным ноу-хау Японии в области специальных налоговых мер, изобретенным в 1950-е гг., считаются *резервные фон-*

---

<sup>1</sup> Здесь и далее сумма в долларах указана исходя из официального валютного курса, действовавшего в 1949—1971 гг. (1 долл. = 360 иен).

<sup>2</sup> С 3 до 100 млн иен (с 8,3 до 277,8 тыс. дол. США исходя из официального валютного курса). См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 232.

### 2.3. Бюджетная политика

ды, исключаемые из прибыли, подлежащей налогообложению, и образуемые для помощи развивающимся отраслям промышленности. Обычные резервы (*hikiatekin*) предусмотрены корпоративным налоговым законодательством большинства стран. Наиболее известны из них резервы, направляемые на единовременные выплаты работникам при выходе на пенсию, которые были разрешены к созданию в 1952 г. всем компаниям, включая управляемым вооруженными силами США. Кроме того, в Японии были разрешены резервы, создание которых может не быть полностью оправданным признанными принципами бухгалтерского учета (*jumbikin*).

Данные резервы предоставляли отсрочку от уплаты налога на прибыль, ограниченную по времени (за исключением резервов по потерям по экспорту, по которым данное временное ограничение было снято в 1957 г.), однако при их умелом использовании могли в конкретный год полностью освободить компанию от уплаты налогов. Среди первых фондов данного типа можно назвать резервные фонды на ценовые колебания, на недостаток водоснабжения, на нарушение контрактных обязательств, на исключительные риски, при этом к 1970-м гг. перечень *jumbikin* был существенно расширен. Были разрешены следующие резервы: по плохим долгам; потерям по нереализованной продукции; бонусам; специальным ремонтным работам; гарантиям на продукцию; развитию зарубежных рынков; потерям по зарубежным инвестициям; потерям, понесенным в зоне свободной торговли Окинавы; контролю за загрязнением окружающей среды, установленным проектам (железнодорожного строительства, строительства атомных электростанций, проектам по восстановлению лесных массивов); потерям по операциям с акциями; обратной покупке компьютеров (для производителей и продавцов компьютерной техники); гарантиям качества компьютерных программ (для производителей софта)<sup>1</sup>.

Согласно оценкам, в 1950—1970-х гг. «чистые потери» бюджета от всех видов налоговых льгот бизнесу составили 3,1 трлн иен (около 8,6 млрд долл. США), что соответствует 20%-ному снижению корпоративного налога на прибыль (30,2% для периода 1955—1959 гг.)<sup>2</sup>.

Налоговые льготы бизнесу решали и иные задачи. Например, в 1960-е гг., после принятия Японией обязательств по либерализа-

<sup>1</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 235.

<sup>2</sup> *Ibid.*

## 2. Япония

ции счета капитала в целях стимулирования развития компаний высокой капитализации (защита от иностранных поглощений), использовались налоговые льготы для поощрения слияний компаний<sup>1</sup>.

В 1970-е гг. появились льготы, позволяющие бороться с негативными последствиями системы «быстрого роста». Например, после начала в первой половине 1970-х гг. масштабной программы передислокации производства для смягчения проблемы перенаселения были введены сильные налоговые стимулы для переноса производств из коридора Токио—Кобе<sup>2</sup>.

Налоговые стимулы использовались и для обеспечения постепенного сворачивания отраслей, которые переставали считаться стратегическими (например, текстильная отрасль, судостроение, производство химических удобрений) — в форме налоговых льгот компаниям, удерживающим занятых в них специалистов для работы в других областях<sup>3</sup>.

**Налогообложение физических лиц.** В области налогообложения частных лиц Япония преследовала две цели: стимулирование сбережений (которые являлись крупным источником инвестиций в японскую экономику) и, по мере развития промышленности, стимулирование потребления, в частности, для развития приоритетных отраслей через содействие потребления продукции данных отраслей.

Налогообложение физических лиц предусматривало многочисленные налоговые льготы при осуществлении сбережений, наиболее известной из которых являлась система тагуцу (официальное название — Система преференций для небольших сбережений (Preferential System for Small-Lot Savings), в соответствии с которой от налогообложения освобождались процентные платежи (доходы) с первых 3 млн иен (около 8,3 тыс. долл. США) различных финансовых вложений (депозиты в банках и в учреждениях государственной почтово-сберегательной системы, облигации, вложения в инвестиционные фонды и т.п.). Налоговые льготы действовали также при сбережениях через корпоративные сберегательные планы. В целом каждый гражданин имел право осуществлять сбережения в

---

<sup>1</sup> См.: Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle. P. 256.

<sup>2</sup> См.: ibid. P. 293.

<sup>3</sup> См.: Dolan R. E., Worden R. L. Japan: A Country Study. Washington : GPO for the Library of Congress, 1994. <http://countrystudies.us>.

## 2.4. Денежно-кредитная и процентная политика

размере до 14,5 млн иен (около 40,3 тыс. долл. США) без уплаты налога на доходы по данным сбережениям<sup>1</sup>. Более того, в силу простоты «обхода» установленных лимитов (через открытие счетов на фиктивных лиц или на членов семьи) фактически от налогообложения можно было освободить сбережения в любой сумме<sup>2</sup>.

Для достижения второй цели в 1956 г. был резко сокращен налог на доходы (на 100 млрд иен) (около 277,8 млн долл.)<sup>3</sup> (вкуче с ежегодными снижениями ставки подоходного налога пропорционально темпам роста экономики). «Потребительская революция» 1960-х гг. произошла благодаря двум факторам: снижению ставки подоходного налога и *отмене акцизов* по отдельным товарам для повышения их доступности потребителям. Например, развитию Sony Corporation способствовала отмена корпоративных налогов на транзисторные радио на первые два года с момента их выхода на рынок и введение налогов на телевизоры в два этапа — по мере снижения цен на данные товары в результате расширения массового производства<sup>4</sup>. Это привело, в частности, к однообразности потребительских предпочтений населения Японии: в начале 1960-х гг. высоким спросом пользовались телевизоры, стиральные машины и холодильники, в конце десятилетия — автомобили, кулеры (переносные холодильные установки) и цветные телевизоры.

Таким образом, в период реформ налоговая система Японии характеризовалась низкой налоговой нагрузкой и налоговым режимом, стимулирующим сверхбыстрый рост — инновационным и высоко адаптивным к задачам экономической политики.

## 2.4. Денежно-кредитная и процентная политика

### Денежная политика, уровень монетизации экономики

В период реформ Япония в целом проводила успешную монетарную политику, обеспечивая финансовые потребности экономики

---

<sup>1</sup> См.: *Horioka C. Y. Why is Japan's Household Saving Rate So High? A Literary Survey / The Japanese Economy: Macroeconomic policy and conditions: edited by P. Drysdale and L. Gower. Routledge, 1999. P. 95.*

<sup>2</sup> В частности, поскольку гражданин фактически мог открыть неограниченное число счетов в учреждениях государственной почтово-сберегательной системы (в разных отделениях), в 1970-х гг. данные счета превратились в основной способ уклонения от уплаты подоходного налога.

<sup>3</sup> См.: *Johnson C. A. Op. cit. P. 230, 236*

<sup>4</sup> См.: *ibid. P. 235—236.*

## 2. Япония

и одновременно удерживая инфляцию в разумных пределах. В период 1958—1979 гг. среднегодовой прирост инфляции (кроме 1973—1974 гг.) в процентах к предыдущему году составил 5,5% (в 1973 г. — 11,6%, в 1974 г. — 23,2%). Денежная политика стала чрезмерно мягкой в 1972 г. (последствия эпохи «быстрого роста»), что привело к появлению избыточной ликвидности и усугубило инфляцию, вызванную нефтяным кризисом 1973 г. Одной из основных причин избыточной ликвидности являлась политика высоких расходов государства, накачивавших экономику деньгами в связи с реализацией масштабной программы передислокации производства (для смягчения проблемы перенаселения) и в качестве противовеса негативным последствиям либерализации и ревальвации иены. Более того, на протяжении первой половины периода реформ (до середины 1960-х гг.) денежно-кредитная и процентная политика была основным инструментом «быстрого роста» (в силу ограничения возможности использования бюджетных методов поддержки экономики из-за принятого обязательства поддержания сбалансированных бюджетов).

Масштабная кредитная поддержка экономики содействовала значительному повышению уровня финансовой глубины (монетизации) экономики, особенно в первое десятилетие реформ, когда отношение денежной массы к ВВП выросло в 1,4 раза. В целом с 1955 г. по 1980 г. финансовая глубина возросла в 1,8 раз: с 45,4% до 81,5%<sup>1</sup>.

### Кредитная политика

Острый недостаток капитала японских фирм в послевоенное время привел к созданию государством в 1950-е гг. *двухуровневой системы кредитования* экономики, а именно ее отраслей (проектов), признаваемых государством приоритетными:

1) через займы частных городских банков (*city banks*)<sup>2</sup>, гарантируемые государством;

2) через вновь создаваемые специализированные государственные банки (Японский банк развития, Экспортно-импортный банк Японии и др.) основным источником их финансирования

---

<sup>1</sup> International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

<sup>2</sup> Другие виды частных банков (см. в п. 2.7 «Банковская система») не играли значительной роли в проводимой государством экономической политике.

#### 2.4. Денежно-кредитная и процентная политика

стали средства государственной почтово-сберегательной системы, которыми распоряжалось Министерство финансов (см. п. «Норма накопления и ее поддержание»). Изначально также использовались средства счета, на котором аккумулировалась выручка от продажи в Японии продукции, поставляемой США в рамках помощи.

Первый уровень кредитования получил название *системы чрезмерного кредитования* (*overloaning*) — в силу выдачи экономическим субъектам городскими банками займов сверх возможностей последних погасить долг и иногда сверх их чистых активов с соответствующим рефинансированием (также сверх разумных пределов) у Банка Японии. Использование средств в конечном счете Банка Японии создало высокую зависимость городских банков и заемщиков от государства, снизив при этом роль собственного капитала, который был основным источником фондирования до войны. Так, в 1935 г. 68% средств привлекались компаниями за счет выпуска акций, к 1963 г. данная цифра упала до 10%<sup>1</sup>.

Чрезмерное кредитование способствовало установлению фактической подконтрольности промышленности государству: Банк Японии, опасаясь чрезмерной монетарной экспансии и возможного кризиса, стал опираться на оценки МИТИ относительно требуемого отдельными отраслями капитала при выдаче кредитов и старался не отклоняться в своей кредитной политике от представлений МИТИ об отраслях, подлежащих поддержке, чтобы не усугублять монетарные проблемы. Важнейшим последствием проводимой кредитной политики стало также развитие банковских кейрецу (см. в п. 2.7 «Банковская система»).

Второй уровень банковской системы — государственные банки — дополняли городские (ввиду недостатка ресурсов первых после установления Банком Японии предельных лимитов кредитования и высоких потребностей в капитале, прежде всего, инфраструктурных отраслей, не работающих на экспорт — угольной, стальной, электроэнергетики). Госбанки предоставляли низкопроцентные кредиты компаниям стратегических отраслей.

Наиболее значимым в сети госбанков был *Японский банк развития* (*Japan Development Bank, JDB*), созданный в 1951 г. для долгосрочного инвестиционного кредитования бизнеса в случаях чрез-

<sup>1</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 203.

## 2. Япония

мерности рисков кредитования для частных банков, преимущественно в наиболее важных инфраструктурных отраслях, признанных стратегическими (электроэнергетика, судостроение, угольная и стальная промышленность). При одобрении кредитов JDB ориентировался на оценки разрывов между требуемым и доступным капиталом, не покрываемым кредитами городских банков и иными источниками, по отраслям, составляемым MITI, что сделало данный банк одним из основных инструментов промышленной политики. Выдача предприятию кредита JDB, по сути, означала факт его признания государством и легкость привлечения капитала из частных источников. Кредитная политика JDB зависела от приоритетов экономической политики. Например, в 1960-е гг. данный банк выдавал кредиты на слияния крупных фирм (кредитование на данные цели малого и среднего бизнеса началось значительно раньше) в рамках политики повышения международной конкурентоспособности японского бизнеса.

Таким образом, в период реформ прямая финансовая поддержка экономики государством через сеть госбанков дополнялась косвенной — через систему чрезмерного кредитования (*overloaning*) экономики городскими банками, приведшего к чрезмерным заимствованиям (*overborrowing*) ее реципиентов. Проводилась политика *стягивания кредитов в приоритетные отрасли*. Кредитная экспансия ограничивалась Банком Японии согласованием его кредитной линии с оценками MITI относительно потребностей отраслей в капитале, а также рассмотрением квартальных планов основных банков по увеличению объемов кредитования. Ограничения роста объемов кредитования, применяемые Банком Японии, были упразднены только в 1994 г. В 1950-е и 1960-е гг. государство также проводило политику рационирования кредитов.

### Процентная политика

На протяжении реформ государство сохраняло контроль за уровнем процентных ставок (административное управление процентом). Данный контроль был полностью отменен только к началу 1990-х гг.

Для содействия экономическому росту проводилась *политика низкого процента по кредитам* — с регулированием процентных ставок по депозитам (было отменено только в конце 1980-х гг.). Более того, компаниям стратегических отраслей выдавались кредиты



## 2.5. Валютная политика

по ставкам ниже ставок частных банков через систему государственных банков. Нарастание финансовой глубины экономики содействовало снижению уровня процентных ставок: с 1953 г., когда кредиты выдавались по 9,08% годовых, ссудный процент сократился до 7,05% к 1972 г. (вырос до 8,35% к 1980 г.)<sup>1</sup>.

Для стимулирования сбережений *проценты по депозитам* были достаточно *высокими*, были фиксированы на протяжении большей части периода реформ на уровне 4%<sup>2</sup>. Чтобы население использовало для этих целей государственную почтово-сберегательную систему, было обеспечено равенство номинальных процентных ставок по сберегательным сертификатам, в форме которых осуществлялись основная часть (более 80% с начала 1970-х гг.) вложений через почтовые отделения (*postal savings certificates*), и ставок частных банков по депозитам с более длительными сроками погашения. Принимая в расчет возможность капитализации процентов, это давало сберегателю преимущество при открытии депозита в почтовом отделении<sup>3</sup>.

В остальном методы воздействия на экономику с помощью процентной политики были традиционными. Например, в 1973—1974 гг. в период высокой инфляции учетная ставка Банка Японии была временно повышена до уровня 9% (с 4,25% в 1972 г. с последующим ее снижением в 1975 г. до 6,5%)<sup>4</sup>.

## 2.5. Валютная политика

***Валютный курс и его режим.*** В первые послевоенные годы восстановление экономики Японии основывалось на двух «китах», одним из которых была экономическая помощь США: в форме поставки сырья для промышленности Японии (хлопка, нефти, продовольствия) при поддержании разницы валютного курса по экспортным и импортным операциям, выгодной Японии (по импорту — 1 долл. = 130 иен; по экспорту — 1 долл. = 330 иен или 500 иен в зависимости от товара), а также покрытия дефицита торгового баланса в форме финансовой помощи.

<sup>1</sup> International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> См.: *Kuwayama Hagan P.* Postal Banking in the United States and Japan: A Comparative Analysis // *Monetary and Economic Studies*. May 2000. P. 98.

<sup>4</sup> International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

## 2. Япония

За период оккупации (1945—1952 гг.) общий объем только прямой финансовой помощи США составил 1,9 млрд дол. США, что было эквивалентно около 15% объема импорта Японии или 4% ее ВВП за этот период<sup>1</sup>.

В период Корейской войны (1950—1953 гг.) приток в Японию валютной выручки от США (в силу размещения военных заказов, покупки удобрений и потребительских товаров для их поставки в коммунистические страны Южной и Юго-Восточной Азии, затрат американских войск) составил 2,37 млрд долл. (в 1952—1953 гг. 37% валютных поступлений Японии приходилось на эти источники). Средства направлялись на инвестиции в базовые отрасли. В частности, размещение США дорогостоящих заказов на грузовики стало ключевым фактором в реанимировании японской автомобильной промышленности<sup>2</sup>.

В конце 1948 г. в силу политических причин («угроза распространения коммунизма в Азии» и видение Японии как стратегической территории для безопасности США) перед SCAP была поставлена задача быстрого достижения самодостаточности экономики Японии, что требовало развития торговли и, соответственно, установления фиксированного валютного курса японской иены к доллару США. SCAP разработал *План экономической стабилизации (Economic Stabilization Plan)*, предполагавший переход к сбалансированному бюджету, прекращение деятельности одного из ключевых источников инфляции — Банка финансирования реконструкции (Reconstruction Finance Bank, RFB), повышение собираемости налогов, совершенствование контроля за внешней торговлей и финансовой помощью США, расширение производства.

Вся внешняя торговля, а также валютные и финансовые транзакции находились под контролем SCAP через созданное государственное агентство, Совет по торговле (Board of Trade, BOT), находившееся в ведении Министерства торговли и промышленности (Ministry of Commerce and Industry). Оно, в свою очередь, действовало через ряд государственных корпораций — посредников между экспортерами и импортерами. В ведении BOT находился Фонд внешней торговли (Foreign Trade Fund), в который поступала экспортная выручка и финансовая помощь США и средства которого использовались на приобретение импортируемых товаров и услуг.

<sup>1</sup> См.: Dolan R. E., Worden R. L. Japan: A Country Study. <http://countrystudies.us>.

<sup>2</sup> См.: Johnson C. A. . MITI and the Japanese Miracle. P. 227, 220.

## 2.5. Валютная политика

Внешняя торговля осуществлялась исходя из составленных Советом по экономической стабилизации (Economic Stabilization Board) планов предложения и спроса, которые среди прочего фиксировали цены на импортируемую продукцию для конечных импортеров.

Кредитная поддержка экономики осуществлялась через RFB. В силу ограниченности ресурсов в качестве поддерживаемых были выбраны угольная, стальная отрасли и производство удобрений (для роста производства продовольствия). Это получило название системы «приоритетного производства» (Priority Production). О ее масштабах свидетельствуют следующие цифры: с 1946 г. по 1949 г. в среднем около 25% государственного бюджета направлялось на эти цели.

Данная политика стала результатом послевоенных дебатов относительно ключевого вектора развития — восстановления экономики через *расширение производства* (с соответствующей монетарной экспансией) или через *стабилизацию цен* и контроль за инфляцией — в пользу первого варианта (изначально — в 1946 г. — возобладал второй вариант и после остановки государственных субсидий произошел фактический коллапс экономики, причем с дальнейшим ускорением инфляции. В результате японское правительство возвратилось к первому варианту, хотя и при оппозиции SCAP, и успешно: произошло восстановление до довоенного уровня производства угля и стали и в целом восстановление производственных возможностей на 80%<sup>1</sup>.

План получил название «Линия Доджа» (Dodge Line) и привел к «стабилизационной панике»<sup>2</sup>, не только решившей проблему инфляции, но и вызвавшей дефляцию. План начал реализовываться с 1949 г., и в апреле этого года был установлен *фиксированный курс* (1 долл. = 360 иен), который действовал до 1971 г. Курс был занижен для повышения конкурентоспособности японских товаров на внешних рынках (хотя в сентябре 1949 г. в результате девальвации британского фунта (на 30,5% по отношению к доллару США), которой последовало около 30 стран, японские экспортеры столкнулись с проблемой завышенности цен на экспортируемую продукцию).

<sup>1</sup> См.: Johnson C. A. Op. cit. P. 184, 186.

<sup>2</sup> Термин, обозначающий политику сдерживания инфляции через резкое сокращение спроса (прекращение государственных ценовых субсидий приоритетным отраслям промышленности, займов Банка финансирования реконструкции), получившее название «рационализация через безработицу» (Rationalization through Unemployment).

## 2. Япония

После отмены США 15 августа 1971 г. свободного обмена доллара в золото и введения десятипроцентного налога на весь импорт в США Банк Японии 28 августа 1971 г. отменил фиксированный курс иены к доллару, установленный в 1949 г., а 19 декабря 1971 г., после подписания Смитсоновского соглашения<sup>1</sup> произошла *ревальвация* иены до курса 1 долл. = 308 иен, хотя и не до уровня, необходимого для преодоления ее заниженного курса.

В 1973 г. началось *свободное плавание* японской валюты с трендом на повышение ее курса (к 1980 г. — 1 долл. = 226,7 иен<sup>2</sup>).

Таким образом, в течение практически всего периода реформ в Японии поддерживался сильно заниженный курс национальной валюты (только в 1970-х гг. началась постепенная ревальвация иены), установленный изначально по политическим соображениям SCAP и поддерживавший японскую экономику, в частности, экспорт, на протяжении более 20 лет (в последние годы существования фиксированного курса — при резком недовольстве США и других торговых партнеров Японии).

Еще в 1960 г. президентом Д. Эйзенхауэром была принята директива, констатирующая проблемы с платежным балансом США (преимущественно вследствие достижения — во многом благодаря поддержке США — странами Западной Европы и Японией конкурентоспособности на товарных рынках «свободного мира» в сравнении с США). Директива призвала оказывать на данные страны давление по либерализации торговли (в условиях фиксированных валютных курсов Бреттон-Вудской системы — фактически единственный доступный метод решения проблем с платежным балансом) (см. Directive by the President Concerning Steps to be Taken with Respect to the United States Balance of Payment. The White House, Washington, November 16, 1960). В это же время была расширена делегация США в ГАТТ (см.: Foreign Relations of the United States, 1958—1960. Vol. IV, Foreign Economic Policy, Document 138. <https://history.state.gov>). Обязательства по ускорению темпов либерализации торговли со стороны Японии были приняты под давлением МВФ. Базовое торговое соглашение с Великобританией 1963 г. было подписано только после согласия Японии о присоединении к ст. 14 ГАТТ (отказ от государственного субсидирования экспорта).

---

<sup>1</sup> Smythsonian Agreement — соглашение о пересмотре фиксированных валютных курсов, действовавших в рамках Бреттон-Вудской международной валютной системы, заключенное в декабре 1971 г. представителями Группы десяти (G10). Доллар США был девальвирован по отношению к золоту — с укреплением валют других стран по отношению к доллару США (почти на 10%) (см.: Encyclopedia Britannica)

<sup>2</sup> International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

## 2.5. Валютная политика

Один из наиболее острых и длительных (1958—1971 гг.) внешне-торговых конфликтов между Японией и США касался экспорта Японией текстильных изделий («долларовых блузок» ('dollar blouses')) в США, разрешившийся после согласия Японии на требования США об ограничении экспорта при условии предоставления США значительной финансовой помощи текстильной отрасли на адаптацию к новым условиям (на государственные покупки избыточного оборудования, компенсацию потерь от экспортных операций, выделение долгосрочных кредитов по низкой процентной ставке для конвертации производств и переподготовки кадров и т.п.)<sup>1</sup>.

Одним из последствий данной политики стал растущий с середины 1960-х гг. профицит торгового баланса Японии, который достиг максимальной отметки в 1971 г. (2,7% от ВВП против дефицита в 2,1% от ВВП в 1957 г.) и стал сокращаться в 1970-е гг. в период ревальвации иены (1,7% от ВВП в 1978 г., -0,9% в 1979 г.)<sup>2</sup>.

**Валютная политика.** На первом этапе реформ (до апреля 1964 г.) Япония продолжила практику полного валютного контроля. Контроль над валютными операциями был передан Японии от SCAP в начале 1949 г. — с созданием Совета по валютному контролю (Foreign Exchange Control Board) (с 1952 г. — Бюро по международной торговле (International Trade Bureau) MITI. Распределение валюты осуществлялось через валютные бюджеты, составляемые MITI исходя из оцениваемых им потребностей экономики Японии в иностранных товарах с позиции развития приоритетных отраслей. Установить полный контроль государства за импортом позволил принятый в 1949 г. Закон об иностранной валюте и внешней торговле (Foreign Exchange and Foreign Trade Act), который ввел обязанность продажи валютной выручки (в 10-дневный срок уполномоченным банкам).

Полный валютный контроль был смягчен в 1964 г.: в условиях проводимой либерализации торговли<sup>3</sup> Япония под давлением США,

<sup>1</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle. P. 263, 293.*

<sup>2</sup> *International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.*

<sup>3</sup> В 1959 г. США на заседаниях Международного валютного фонда и ГАТТ поставили вопрос о переходе к полной конвертируемости японской валюты и к открытию внутреннего рынка для иностранной продукции. В декабре 1960 г. был принят План либерализации торговли, который установил цель: либерализацию экономики на 80% в течение трех лет (к 1963 г.); в 1962 г. под давлением МВФ данная цифра была увеличена до 90% (первоначальная рекомендация МВФ была 95%) (см: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle. P. 263.*)

## 2. Япония

которые с 1960 г. начали проводить политику «защиты доллара» в условиях проблем с платежным балансом, отказалась от составления валютных бюджетов, а также — по договоренностям с ГАТТ — обязалась отказаться от государственного субсидирования экспорта (почти не всегда следовала договоренностям (см. в п. 2.3 «Налоговая политика») и отменила контроль за внешней торговлей.

### 2.6. Политика в области счета капитала

#### Прямые инвестиции

Вследствие сильных традиционалистских настроений, а также низкой капитализации японского бизнеса, обусловленной развитием модели финансовой системы, основанной на банках, которая создавала опасность поглощения японских компаний более крупными иностранными корпорациями, MITI проводило политику отсрочки либерализации счета капитала до завершения основных этапов реорганизации экономики. Целью реорганизации было создание мощных компаний высокой капитализации, способных конкурировать с зарубежными аналогами во всех аспектах предпринимательского дела (капитал, технологии, управление и др.).

Поэтому обязательства по отмене контроля за движением капитала, принятые Японией после ее принятия в ОЭСР в 1964 г., начали выполняться спустя несколько лет, в основном формальным образом. При этом членство в ОЭСР принесло Японии выгоды, включая большую простоту в обращении ценных бумаг ее компаний на зарубежных рынках (выпуск акций японских корпораций (в форме депозитарных расписок), а также выпуск корпоративных облигаций за рубежом начался с 1961 г.); Япония сама превратилась в крупного инвестора в Корею, Тайване и странах ЮВА (либерализация ПИИ японских компаний началась позднее по сравнению с внутренними ПИИ (осенью 1969 г.) и в целом была завершена к середине 1972 г.)<sup>1</sup>. Полная либерализация, достигнутая к концу 1980 г., произошла во многом не вследствие реформ MITI, а как следствие ослабления министерства, а также растущего осознания бизнесом необходимости интернационализации во избежание изоляции.

Действительно, утвержденные правительством в июне 1967 г. правила и процедуры либерализации счета капитала позволяли вы-

---

<sup>1</sup> См.: *Aramaki K. Sequencing of Capital Account Liberalization — Japan's experiences and their implications to China // Public Policy Review. 2006. Vol. 2. No. 1. P. 187—188.*

## 2.6. Политика в области счета капитала

полнять международные договоренности только формально<sup>1</sup>. Данные правила, кроме сохранения главного требования — получения одобрения МПТ для всех создаваемых совместных предприятий или 100%-ных дочерних компаний (см. в п. 2.2 «Прямые иностранные инвестиции»), — включали следующие ограничения:

- определение государством отраслей, подлежащих либерализации;

- разрешение 100%-ной либерализации исключительно отраслей, в которых иностранная конкуренция была маловероятной (например, производство саке, мотоциклов, обуви сабо), при ограничении автоматически разрешаемых ПИИ в других отраслях в совместные предприятия с по меньшей мере 50%-ным японским участием;

- исключение из отраслей, подлежащих либерализации, ключевых сегментов (например, при декларировании производства телевизоров отраслю, подлежащей либерализации, иностранные компании были лишены права участия в производстве цветных телевизоров или использовании интегральных схем, в стальной отрасли была запрещена поставка марки стали, необходимой автомобильной промышленности, и т.п.);

- присутствие в советах директоров совместных компаний японских граждан, составляющих не менее половины от численного состава совета, и многие другие ограничения.

В июле 1967 г. был провозглашен первый раунд либерализации счета капитала, который открыл несколько десятков отраслей промышленности, однако данный шаг являлся маркетинговым ходом, поскольку это были отрасли, в которых японские производители контролировали более 50% рынка, которые были исключительно экспортно-ориентированными или для которых основным поставщиком было государство. На практике период открытия счета капитала в Японии изобиловал примерами ограничения либерализации в данной сфере, поэтому во многих отраслях такая либерализация осуществлялась «снизу», а не «сверху».

Наиболее ярким примером является автомобильная отрасль, в которой видение государства направлений консолидации отрасли (во-

---

<sup>1</sup> Правила, так называемый Первый пакет либерализации счета капитала (First Capital Liberalization Package), были разработаны созданным в январе 1967 г. Специальным комитетом МПТ по противодействию либерализации капитальных операций (Capital Transactions Liberalization Countermeasures Special Committee) совместно с Советом по иностранному капиталу (Foreign Capital Council) Министерства финансов.

## 2. Япония

круг Toyota и Nissan) вызвало недовольство других кейрецу. В числе последних был Mitsubishi, который объявил в 1969 г. о соглашении с американским Chrysler о создании совместного предприятия. Данное решение было принято, несмотря на планы MITI о слиянии Mitsubishi с другим японским производителем (Isuzu, который в итоге создал совместный бизнес с General Motors, однако на государственных условиях неполучения американской компанией контроля над японским автопроизводителем) и вразрез существовавшему в рамках политики «административного руководства» негласному соглашению между автопроизводителями и MITI о начале переговоров о запуске совместного бизнеса с компаниями США только с одобрения министерства. В данной унижительной для MITI ситуации было принято решение об ускорении планируемых правительством сроков для либерализации автомобильной отрасли (их перенос на октябрь 1971 г.) и неодобрение сделки Chrysler–Mitsubishi до этого времени<sup>1</sup>.

К маю 1973 г. было заявлено о полной либерализации экономики, за исключением 22 отраслей, включающих 17 стратегических отраслей MITI и ряд отраслей, для которых традиционно проведение протекционистской политики (сельское хозяйство, добыча, нефть, розничная торговля). Одновременно продолжали применяться правила о деятельности совместных предприятий и иностранных дочерних компаний, и существовать административные ограничения по торговым и капитальным операциям (нетарифные барьеры). Большинство из 17 отраслей и розничная торговля были либерализованы к 1976 г.

Окончательно ограничения по счету капитала были сняты в конце 1980 г. (за рядом исключений<sup>2</sup>) в условиях значительного профицита торгового баланса страны.

### Портфельные инвестиции

Политика в области портфельных инвестиций была направлена на недопущение дестабилизации внутренней обстановки краткосрочными спекулятивными потоками капитала, в связи с чем с

---

<sup>1</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 286—288.

<sup>2</sup> В ноябре 1979 г. были приняты изменения в Закон об иностранной валюте и внешней торговле (вступили в силу через год), которые отменили FIL, изменили суть закона с «запрещения» на «свободу» и сократили возможности государства по вмешательству в валютную сферу случаями проблем с платежным балансом и другими чрезвычайными ситуациями (а именно: опасная нестабильность иены; угроза внутреннему рынку капитала, денежной политике или платежному балансу; значительная угроза какой-либо отрасли экономики; невозможность Японии выполнять международные соглашения).



## 2.6. Политика в области счета капитала

конца 1960-х гг. и на протяжении 1970-х гг. правила и ограничения в данной области часто пересматривались.

Дерегулирование счета капитала осуществлялось в привязке к курсу иены: смягчение ограничений на вывоз капитала осуществлялось в периоды укрепления японской иены, ограничений на ввоз капитала — в периоды ее ослабления.

До 1974 г. большинство краткосрочных потоков капитала были запрещены.

Вместе с тем отдельные виды портфельных инвестиций были разрешены.

С 1964 г. нерезидентам стало разрешено открывать специальные счета в крупных компаниях по ценным бумагам для осуществления инвестиций в японские ценные бумаги. Постепенное снятие ограничений на вложения в акции японских компаний началось в 1967 г., когда был поднят лимит как совокупных портфельных инвестиций нерезидентов по отраслям (с 10% (15%) до 15% (20%) в зависимости от отрасли) (в рамках данного лимита иностранные портфельные инвестиции подлежали автоматическому одобрению), так и лимит на каждого инвестора (с 5% до 7%). В последующие годы эти лимиты пересматривались в сторону увеличения, и в 1973 г. иностранное портфельное инвестирование в акции было в целом либерализовано, однако только при условии наличия соответствующего соглашения с эмитентом.

До 1970 г. японским резидентам было запрещено осуществлять иностранные портфельные инвестиции. В 1970 г. приобретение иностранных ценных бумаг стало разрешено инвестиционным фондам; в течение 1970-х гг. данная возможность была предоставлена институциональным инвесторам и иным инвесторам (через посредничество компаний по ценным бумагам)<sup>1</sup>.

В августе 1974 г. вслед за временным ослаблением иены нерезидентам было разрешено приобретать краткосрочные государственные ценные бумаги, хотя их процентная ставка была установлена на уровне ниже рыночного. Для противодействия долгосрочному процессу укрепления иены в 1977 г. японские компании по ценным бумагам, в том числе по поручению клиентов, получили право покупать иностранные ценные бумаги; а после резкого ослабления иены в 1979 г. иностранным компаниям стало разрешено приобретать японские ценные бумаги (с февраля) и осуществлять сделки репо (с мая)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> См.: *Aramaki K.* Sequencing of Capital Account Liberalization. P. 187—188.

<sup>2</sup> См.: *Ito T.* Capital Controls and Covered Interest Parity / National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 1187. August 1983. P. 3.

## 2. Япония

После вступления в силу изменений в Закон об иностранной валюте и внешней торговле с декабря 1980 г. капитальные ограничения были отменены<sup>1</sup>. Стали разрешены: прямая (без посредничества компаний по ценным бумагам) покупка иностранных ценных бумаг; иностранные заимствования (с предварительным уведомлением); свободная покупка и продажа нерезидентами японских ценных бумаг (без лицензирования), а также выпуск последними облигаций в Японии (с предварительным уведомлением); открытие японскими резидентами депозитных счетов в иностранной валюте с рыночными процентными ставками.

Таким образом, либерализация счета капитала в Японии осуществлялась в последовательности, отражающей политику экономического руководства страны в области движения потоков капитала (приоритет привлечения *долгосрочных высококачественных инвестиций* в японскую экономику, *регулирование потоков спекулятивного капитала* для предотвращения дестабилизации последними экономической ситуации).

Ранее всего началась либерализация прямых иностранных инвестиций в японскую экономику (1967—1976 гг.), за этим последовало снятие ограничений на осуществление прямых инвестиций японского бизнеса за рубежом (1969—1972 гг.), краткосрочные потоки капитала были либерализованы в последнюю очередь (в основном во второй половине 1970-х гг.).

### 2.7. Развитие финансового рынка

Несмотря на послевоенные попытки SCAP построить финансовую систему, основанную на рынках ценных бумаг, вектор развития финансирования промышленности через фондовую биржу встретил сопротивление Банка Японии<sup>2</sup>, в результате чего развитие рынка ценных бумаг было заморожено по меньшей мере на 20 лет, в течение которых его роль не могла сравниться с ролью банков в финансовой системе Японии.

Исторические факторы, а также главная задача экономического развития Японии в послевоенный период — концентрация ограниченных ресурсов на крупных проектах развития — при активной роли государства в обеспечении экономики финансовыми ресурсами

<sup>1</sup> За рядом исключений.

<sup>2</sup> См.: *Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle*. P. 202.

## 2.7. Развитие финансового рынка

ми привела к формированию ярко выраженной модели развития *финансовой системы, основанной на банках*.

В ее пользу приводился, в частности, налоговый аргумент: в силу выплаты дивидендов с чистой прибыли, а процентов по кредитам — с прибыли до налогообложения фондирование за счет кредитов является менее дорогостоящим для компаний, чем привлечение капитала за счет выпуска акций.

Развитие промышленности через банковское кредитование имело сильное преимущество как для государства (легкость влияния через монетарные меры на темпы экономической активности внутри страны в зависимости от состояния платежного баланса страны), так и для бизнеса (относительная свобода менеджмента от акционеров, их меньшая зависимость от целей достижения краткосрочной прибыли, позволяющая сосредоточиться на стратегических аспектах развития (проникновение на иностранные рынки, контроль качества, долгосрочное развитие продукции, повышение объемов производства, поддержание полной занятости, повышение рыночной доли, снижение издержек, управление инновациями в долгосрочной перспективе и т.п.)) — данные обстоятельства содействовали эффективности менеджмента, его нацеленности на долгосрочное процветание компании.

Самым значительным недостатком использования банковского фондирования стал низкий уровень капитала японских компаний, делавших их уязвимыми для поглощения иностранными компаниями, что объясняет высокий уровень протекционизма японской экономики в период реформ.

При этом принятое в период оккупации Японии законодательство о ценных бумагах, основанное на американских законах 1933—1934 гг.<sup>1</sup>, основывалось на англо-американской модели, запрещающей банкам осуществлять брокерско-дилерские операции и заниматься андеррайтингом с корпоративными ценными бумагами, а также создавать дочерние компании по ценным бумагам (это привело к созданию отдельных финансовых институтов — компаний по ценным бумагам). Кроме того, банкам запрещалось оказание страховых услуг, которыми занимались страховые компании (жизни, общего страхования).

---

<sup>1</sup> Закон о финансовых инструментах и биржах 1948 г. (Financial Instruments and Exchange Act No. 25 of April 13, 1948).

## 2. Япония

Несмотря на принятие законодательства, стимулирующего развитие финансовой системы по американскому варианту, этого не произошло на практике.

Так, до 1980-х гг. доминирующую роль в корпоративном финансировании играли банки: финансовые потребности японских корпораций удовлетворялись почти исключительно за счет банковских кредитов, выпуск акций и облигаций не играл существенной роли<sup>1</sup>. Более того, до середины 1980-х гг. облигационный рынок фактически контролировался Министерством финансов — через Комитет по выпуску облигаций (Bond Issue Committee), состоявший из действовавших в соответствии с политикой министерства представителей крупнейших банков и компаний по ценным бумагам<sup>2</sup>. Комитет определял объемы новых выпусков облигаций и эмитентов, которым разрешалось осуществлять такие выпуски, а также устанавливал условия каждого выпуска<sup>3</sup>. В целом рынок внутренних корпоративных облигаций был сильно зарегулирован: к эмитентам предъявлялись жесткие требования по размеру и финансовой устойчивости, процентные ставки были фиксированы на чрезвычайно низком уровне<sup>4</sup>, запрещалось осуществлять выпуск необеспеченных облигаций<sup>5</sup> и т.п.

Доля населения в акционерной собственности последовательно сокращалась.

В период оккупации Японии в рамках проводимой SCAP политики расформирования дзайбацу, составлявших основу экономики довоенной Японии (см. п. 2.7, «Банковская система»), была создана Ликвидационная комиссия холдинговых компаний (Holding Companies Liquidation Commission). Холдинговые компании — материнские компании дзайбацу, являвшиеся держателями акций входящих в них компаний — были вынуждены продать данные акции в обмен на обращающиеся долгосрочные государственные облигации. Высвободившиеся акции были проданы на открытом рынке, и их большинство было приобретено индивидуальными инвесторами, в том числе сотрудни-

---

<sup>1</sup> См.: *Horiuchi A. An Evaluation of Japanese Financial Liberalization / A Case Study of Corporate Bond Markets in Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE. Vol. 5; Ed. by T. Ito and A. O. Krueger. University of Chicago Press, 1996. P. 172.*

<sup>2</sup> См.: *Banking in Japan: Japanese Banking in the High-Growth Era, 1952—1973 / ed. W. M. Tsutsui. London: Taylor & Francis, 1999. P. 606.*

<sup>3</sup> См.: *Horiuchi A. Op. cit. P. 171.*

<sup>4</sup> См.: *Banking in Japan. P. 606.*

<sup>5</sup> См.: *Horiuchi A. Op. cit. P. 172.*

## 2.7. Развитие финансового рынка

ками компаний дзайбацу и жителями городов, в которых компании осуществляли свою деятельность. В результате впервые в истории Японии более 70% акционерной собственности оказалось в руках населения. Однако высокая инфляция и нестабильная экономическая ситуация вынудили многих индивидуальных инвесторов продать приобретенные акции через Токийскую фондовую биржу. Покупателями в основном были городские банки, включая банки, ранее входившие в дзайбацу, а также иные компании, входившие в данные группы. В итоге структура корпоративной собственности во многом воспроизвела довоенные черты<sup>1</sup>.

В структуре финансовых активов населения основными инструментами являются вклады в банках и пенсионные накопления); компании по ценным бумагам значительно уступали банкам как основным финансовым посредникам; на фондовых биржах, членами которых являлись исключительно японские брокерско-дилерские компании, обороты были низки (резкий рост японского фондового рынка начался только в 1985 г. (1985—1989 гг.)) (табл. 2.5).

Таблица 2.5. Структура акционерного капитала Японии по видам собственников, %

Собственник	1949	1960	1970	1980	
Финансовые учреждения	9,9	30,6	32,3	38,8	
Банки (городские, региональные, долгосрочного кредита)			15,4	19,2	
Трастовые банки					
В том числе: инвестиционные трасты			1,4	1,5	
пенсионные фонды				0,4	
Страховые компании				14,1	17,4
В том числе: компании страхования жизни				11,1	12,5
компании общего страхования				4,0	4,9
Прочие финансовые учреждения			1,8	2,2	
Компании по ценным бумагам	12,6	3,7	1,2	1,7	
Нефинансовые корпорации	5,6	17,8	23,1	26,0	

<sup>1</sup> См.: Ozkan E. U. The Transformation of the Ownership Structure of Japanese Financial and Commercial Institutions and Its Impact on the Level of Cooperation between the State and the Private Sector in Japan. Ritsumeikan Asia Pacific University. P. 25—26. [www.apu.ac.jp](http://www.apu.ac.jp).

## 2. Япония

Окончание табл. 2.5

Собственник	1949	1960	1970	1980
Японские граждане	69,1	46,3	39,9	29,2
Иностранные инвесторы		1,3	3,2	4,0
Государство	2,8	0,2	0,2	0,2
Итого*	100	100	100	100

\* Сумма может не быть равна 100 из-за округления.

Источник: Рубцов Б. Б. Фондовый рынок Японии // Портфельный инвестор. 2008. № 5. С. 6.

### Банковская система

#### Частные банки

*Городские банки.* Важнейшим последствием проводимой государством кредитной политики чрезмерного кредитования (см. п. 2.4, «Кредитная политика») стало *развитие банковских кейрецу* (финансово-промышленных групп (ФПГ) с ядром в виде городского банка). Фактически произошло воспроизведение архитектуры довоенной экономики Японии, в которой ключевыми игроками были дзайбацу (ФПГ, контролируемые семейными холдинговыми компаниями), подлежащие расформированию в рамках проводимой SCAP антимонопольной политики, только со сменой ядра, которым теперь — в силу доступности для бизнеса только одного источника финансирования (банковских кредитов) — стали банки. Восстановление ФПГ объясняется удобством данной формы организации бизнеса для обслуживания основной цели экономической политики Японии (одинакова как до, так и после Второй мировой войны) — концентрация ограниченных ресурсов на крупных проектах развития. В 1950-е гг. сложилась «большая шестерка» банковских кейрецу, основанных на банках: Fuji, Sanwa, Dai Ichi, Mitsui, Mitsubishi и Sumitomo.

В силу высокого уровня задолженности компаний финансирующему их банку и, соответственно, интереса последнего к финансовому «здоровью» поддерживаемых им компаний стала формироваться система перекрестного владения собственностью между банками и бизнесом (в этом схожесть с финансовой системой Германии, в отличие от которой, в частности, в формируемых финансовых связях высокий уровень контроля принадлежал государ-

## 2.7. Развитие финансового рынка

ству). При этом в Японии действовало ограничение на участие банков в акционерном капитале нефинансовых компаний: в 1953 г. оно было повышено до 10% (с 5%) при отсутствии ограничений на общую сумму инвестиций банка в акции<sup>1</sup>.

Интересной особенностью развития банковской системы Японии является система «одного набора» (One Setism), заключающаяся в присутствии в структуре каждой кейрецу компаний всех приоритетных отраслей (с соответствующим высочайшим уровнем конкуренции между компаниями одной отрасли разных кейрецу, и одновременно — опасностью перепроизводства и реализовавшейся впоследствии необходимостью слияния и поглощения компаний одной отрасли, принадлежащих к разным кейрецу). Развитие системы «одного набора» объяснялось жесткой борьбой банков за фактически единственный источник фондирования — государственные ресурсы: если банк не «входил» в какую-либо поддерживаемую государством отрасль, он исключался из фактически безрискового бизнеса (выдаваемые банками приоритетным отраслям кредиты были гарантированы государством). Кроме банковских вертикальных (межотраслевых) кейрецу, также развивались горизонтальные кейрецу (объединяющие производителя с его поставщиками и сбытовыми компаниями).

Более того, банковская сфера в рассматриваемый период была одной из немногих (наряду с валютной сферой (до 1964 г.), сельским хозяйством и рыболовством), над которым государство сохранило полный контроль. В условиях государственного контроля за уровнем процентных ставок, величиной налога на дивиденды, составом банковских операций, контролем за открытием банками новых отделений (допускалось по разрешению регулятора) фактически их единственной целью становилось повышение доли на рынке кредитов бизнесу и депозитов, что дальше содействовало развитию системы «одного набора».

*Региональные банки.* Система городских банков дополнялась региональными банками, клиентура которых включала, в отличие от городских банков, работавших с крупными компаниями, средний и малый бизнес.

---

<sup>1</sup> См.: Ozkan E. U. The Bank-Based Financial System and Kinyu Keiretsu: Political Economy of the Bank-Centered Cross-Shareholding System in Postwar Japan; Ozkan E. U. The Transformation of the Ownership Structure of Japanese Financial and Commercial Institutions and Its Impact on the Level of Cooperation between the State and the Private Sector in Japan. Ritsumeikan Asia Pacific University. P. 26. [www.apu.ac.jp](http://www.apu.ac.jp).

## 2. Япония

*Специализированные банки.* Городские и региональные банки практически не были вовлечены в международные операции — потребности государства в операциях с иностранной валютой в 1950—1960-е гг. удовлетворял специализированный Банк Токио (Bank of Tokyo), который выполнял роль представителя японской банковской системы за рубежом.

Банковская система дополнялась также рядом специализированных банков. К ним относились:

— банки долгосрочного кредитования, дополняющие городские и региональные банки в удовлетворении долгосрочных кредитных потребностей бизнеса;

— трастовые банки, оказывающие банковские услуги населению и трастовые услуги (зачастую и иные услуги, свойственные городским и региональным банкам);

— сберегательные банки и банки взаимного кредитования, кредитные ассоциации и кооперативы, ассоциации трудового кредита, привлекающие депозиты населения и размещающие данные средства: в заем членам данных организаций; городским банкам, испытывающим проблемы с ликвидностью; центральным кооперативным банкам в целях их последующего представления в кредит малому бизнесу;

— более 8 тыс. сельскохозяйственных, лесных и рыбных кооперативов с их центральным банком (Norinchukin Bank), являющимся мировым лидером по объему внутренних депозитов.

В конце 1980-х гг. была закреплена сегментация банковской системы Японии на базе указанных типов финансовых институтов.

### **Государственные банки**

Система государственных банков стала каналом направления средств FILP в экономику (см. в п. 2.2 «Норма накопления и ее поддержание»).

В 1950 г. был создан Экспортный банк Японии (Export Bank of Japan) (с 1952 г. — Экспортно-Импортный Банк Японии (Export-Import Bank of Japan)). Интересно, что часть кредитов банка фактически выдавалась под производство товаров, не предназначенных для экспорта, в частности, судов (которые формально покидали страну, чтобы через короткий срок быть обратно выкуплены). Наиболее важную роль в проводимой промышленной политике сыграл Японский банк развития (Japan Development Bank, JDB), выдавав-



## Выводы

ший долгосрочные инвестиционные кредиты компаниям (преимущественно в стратегических отраслях), риски кредитования которых были чрезмерными для частных банков.

В целом в период 1949—1953 гг. были созданы шесть государственных банков, кроме того, работали еще два, созданные в довоенную эпоху.

Центральный кооперативный банк в области сельского и лесного хозяйства (Central Cooperative Bank for Agriculture and Forestry, 1926), Банк торговли и промышленной кооперации (Bank for Commerce and Industrial Cooperatives, 1936), Народная финансовая корпорация (People's Finance Corporation, 1949), Корпорация ипотечного кредитования (Housing Loan Corporation, 1950), Экспортно-Импортный банк (Export-Import Bank, 1950), Японский банк развития (Japan Development Bank, 1951), Корпорация финансирования сельского, лесного хозяйства и рыболовства (Agriculture, Forestry, and Fishery Finance Corporation, 1953), Корпорация финансирования малого бизнеса (Smaller Business Finance Corporation, 1953).

## **Выводы**

Подводя итог финансовой стратегии «японского чуда», следует отметить, что в период реформ японские финансовые регуляторы в целях стимулирования экономического роста опирались по большому счету на традиционные инструменты инвестиционной, бюджетной, налоговой, денежно-кредитной, валютной политики. Успех финансового регулирования в 1950—1970-е гг. можно объяснить его бесспорной подчиненностью задаче восстановления и развития экономики, широким спектром доступных инструментов регулирования (после окончания Второй мировой войны в Японии действовала полностью контролируемая государством «плановая» экономика), комплексностью задействованных финансовых рычагов воздействия на экономику.

Проводимая политика была последовательной и прошла эволюцию в своих целях и инструментах от поддержания режима полного протекционизма во внешних экономических отношениях и жесткого контроля за финансовыми отношениями внутри страны («репрессированной» финансовой системы, в которой широко применяются административные методы регулирования), нацеленного на максимальное обеспечение системы «быст-

## 2. Япония

рого роста», до постепенного ослабления ограничений (при сохранении, однако, значительной их части) и последовательной интернационализации (открытия рынков товаров и капитала) по мере укрепления национальной экономики. Либерализация финансового рынка началась в Японии после окончания охватываемого анализом периода.

Высокий уровень управляемости экономики<sup>1</sup> со стороны государства сопровождался согласованностью действий отдельных его субъектов (МИТІ, Банка Японии, Министерства финансов и др.) при профессионализме финансовых властей и практически фанатичном преследовании ими национальных интересов (несмотря на давление со стороны США и иных основных экономических партнеров Японии). Немаловажными факторами успеха являлась активная популяризация экономической, в том числе финансовой, политики, а также привлечение к выработке экономических решений представителей бизнеса и академического сообщества на постоянной основе.

Вышеперечисленные факторы вкуче позволили Японии из бедной страны, какой она являлась после окончания Второй мировой войны, выйти по итогам осуществленных в 1950—1970-е гг. реформ в одного из лидеров по уровню экономического развития при опоре в значительной степени (не умаляя значения поддержки США на первых этапах реформ) на внутренние ресурсы.

### **Библиография**

#### *Документы*

1. Directive by the President Concerning Steps to be Taken with Respect to the United States Balance of Payment. Washington : The White House, November 16, 1960.
2. Financial Instruments and Exchange Act No. 25. April 13, 1948 (Japan).
3. Foreign Exchange and Foreign Trade Act No. 228. December 1, 1949 (Japan).
4. Foreign Relations of the United States, 1958—1960. Vol. IV, Foreign Economic Policy. Document 138. <https://history.state.gov>.
5. Law Concerning Foreign Investment No. 163. May 10, 1950 (Japan).

---

<sup>1</sup> Концепции «капитализма, ведомого государством» (developmental capitalism), «согласованной экономики» (concerted economy), «планируемой рыночной экономики» (plan-oriented market economy) (подробнее см. Приложение 1).

6. Japan's Fiscal Condition. Ministry of Finance, December 2010. [www.mof.go.jp](http://www.mof.go.jp).

*Книги и статьи*

7. *Aramaki K.* Sequencing of Capital Account Liberalization — Japan's experiences and their implications to China // *Public Policy Review*. 2006. Vol. 2. No. 1. P. 177—232.
8. *Banking in Japan: Japanese Banking in the High-Growth Era, 1952—1973* / ed. W. M. Tsutsui. London : Taylor & Francis, 1999.
9. *Denison E. F.* and *Chung W. K.* *How Japan's Economy Grew So Fast*. Wash.: Brookings Institution, 1976.
10. *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. A World Bank Policy Research Report, 1993.
11. *The Economic Emergence of Modern Japan* / ed. by K. Yamamura. Cambridge University Press, 1997.
12. *Forsberg A.* *America and the Japanese Miracle: The Cold War Context of Japan's Postwar Economic Revival, 1950—1960*. The University of North Carolina Press, 2000.
13. *Hall D.* *Why We Need Public Spending*. PSIRU University of Greenwich, October 2009.
14. *Henderson D. R.* *Japan and the Myth of MITI*. [www.econlib.org](http://www.econlib.org).
15. *Horioka C. Y.* *Why is Japan's Household Saving Rate So High? A Literary Survey / The Japanese Economy: Macroeconomic policy and conditions*; ed. by P. Drysdale and L. Gower. London : Routledge, 1999.
16. *Horiuchi A.* *An Evaluation of Japanese Financial Liberalization: A Case Study of Corporate Bond Markets / Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE*. Vol. 5; ed. by T. Ito and A. O. Krueger. University of Chicago Press, 1996.
17. *Ito T.* *Capital Controls and Covered Interest Parity* / Working Paper No. 1187. National Bureau of Economic Research, August 1983.
18. *Ito T.* *Japan and the Asian Economies: A 'Miracle' in transition* / *Brookings Papers on Economic Activity*. 1996. Vol. 27. Issue 2.
19. *Japan: A Country Study* / ed. by R. E. Dolan and R. L. Worden. Wash. : GPO for the Library of Congress, 1994. [http:// countrystudies.us](http://countrystudies.us).
20. *Johnson C. A.* *Japanese 'Capitalism' Revisited* // *JPRI Occasional Paper No. 22*. August 2001. [www.jpri.org](http://www.jpri.org).
21. *Johnson C. A.* *MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975*. Stanford University Press, 1982.
22. *Katz R.* *Japan: The System That Soured: The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle*. Armonk, NY : ME Sharpe Inc., 1998.

## 2. Япония

23. *Kuwayama Hagan P.* Postal Banking in the United States and Japan: A Comparative Analysis // *Monetary and Economic Studies*. 2000. May.
24. *Nakamoto M.* Japan Post Prepares for Privatisation // *Financial Times*. 2012. October 26. [www.ft.com](http://www.ft.com).
25. *Ozkan E. U.* The Bank-Based Financial System and Kinyu Keiretsu: Political Economy of the Bank-Centered Cross-Shareholding System in Postwar Japan. Ritsumeikan Asia Pacific University. [www.apu.ac.jp](http://www.apu.ac.jp).
26. *Ozkan E. U.* The Transformation of the Ownership Structure of Japanese Financial and Commercial Institutions and Its Impact on the Level of Cooperation between the State and the Private Sector in Japan. Ritsumeikan Asia Pacific University. [www.apu.ac.jp](http://www.apu.ac.jp).
27. *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis* / ed. by M. Aoki, H.-K. Kim, and M. Okuno-Fujiwara. The IBRD / World Bank, 1996.
28. *Quintieri B.* Presentation for Italy-Japan Business Group. [www.ijbg.ice.it](http://www.ijbg.ice.it).
29. *Yongzhong W.* Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and Its Implications for China / *Nikkei Asia Scholarship Research Report*. Institute of World Economics and Politics (IWEP), Chinese Academy of Social Sciences (CASS), August 2009.
30. *Рубцов Б. Б.* Фондовый рынок Японии // *Портфельный инвестор*. 2008. № 5.

### Интернет-сайты

31. <http://history.stat.gov> — сайт Исторического отдела Госдепа США.
32. [www.econlib.org](http://www.econlib.org) — сайт экономической библиотеки Econlib.
33. [www.img.org](http://www.img.org) — сайт Международного валютного фонда.
34. [www.japanpost.jp](http://www.japanpost.jp) — сайт Japan Post Holdings.
35. [www.mof.go.jp](http://www.mof.go.jp) — сайт Министерства финансов Японии.
36. [www.nber.org](http://www.nber.org) — сайт Научного бюро экономических исследований США.
37. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) — сайт Всемирного банка.
38. International Financial Statistics. The International Monetary Fund eLibrary Data Base. [www.imf.org](http://www.imf.org).

# 3

## Южная Корея

3.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации / 3.2. Этапы модернизации / 3.3. Инвестиционная политика / 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост / 3.5. Денежно-кредитная и процентная политика / 3.6. Валютная политика / 3.7. Развитие финансового рынка

### Список сокращений

EPB	Economic Planning Board (Экономический совет по планированию)
KEXIM	The Export-Import Bank of Korea (Экспортно-импортный банк Кореи)
MAR	Market Average Rate (Рыночный средний курс)
MSB	Monetary Stabilization Bonds (Стабилизационные облигации Банка Кореи)
NACF	National Agricultural Cooperative Federation (Национальная сельскохозяйственная федерация кооперативов)
NFFC	National Federation of Fisheries Cooperatives (Национальная федерация рыболовных кооперативов)
POSCO	Pohang Iron and Steel Company (Металлургическая компания Пхохана)
Закон о рынке капитала 2007 г.	Financial Investment Business and Capital Markets Act (Закон о финансовых инвестиционных услугах и фондовом рынке) No. 8635, Aug. 3, 2007, вступил в силу в феврале 2009 г.

Развитие Южной Кореи за 60 лет, с момента окончания корейской войны в июле 1953 г., — пример ускоренной модернизации, перехода за короткий срок от аграрной, разрушенной войной экономики к индустриальной, ориентированной на экспорт (1960—1970-е гг.), а затем от развивающейся к развитой, интегрированной в международную экономику (1980—1990-е гг.), с развитым финансовым рынком. Об уровне развития экономики и финансовой системы Кореи см. Приложение 2.

Периодизация экономической политики Кореи и производной от нее финансовой во многом определялась политической ситуацией в стране, сменой режимов власти.

### 3. Южная Корея

«Военные» президенты (экономическая политика которых была значима в части финансовой модернизации страны):

1961 — декабрь 1979 г. — третий Президент Кореи — Park Chung-hee (Пак Чон Хи) (1962 г. — пост Президента, 1961 г. — фактический приход к власти).

Сентябрь 1980—1988 г. — пятый Президент Кореи — Chun Doo-hwan (Чон Ду Хван).

«Демократические» президенты: 1993 г. — н.в.

#### 3.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

*Условия* начального этапа модернизации Кореи (1960-е гг.): наличие военного правительства, возможность проведения директивной экономической политики, разрушенная войной экономика, слабые институты.

*Основной целью* модернизации являлись индустриализация (1960—1970-е гг.), создание высокотехнологичной экономики (1980—1990-е гг.), повышение уровня экономического развития страны в максимально короткие сроки.

До 1980-х гг. *финансовая политика* была подчинена обеспечению ускоренного промышленного развития (в разные периоды с выделением определенных целевых отраслей), стратегии экспорто-ориентированного «догоняющего» технологического развития. Была избрана ориентация на директивное распределение финансовых ресурсов, закрытый внутренний финансовый рынок (очень избирательный подход к допуску прямых иностранных инвесторов на внутренний рынок, при условии предоставления технологий), преобладали долговые источники финансирования.

В 1980—1990-е гг. проводилась *либерализация финансового сектора*, в середине 1990-х гг. ускоренными темпами. Нерезиденты были допущены на внутренний финансовый рынок, но с ограничениями (доля вложений, объем, виды отраслей и др.). В результате ускоренной либерализации в начале 1990-х гг. значительно возросла корпоративная задолженность (в особенности краткосрочная), ухудшилось финансовое положение компаний, произошел отток зарубежного капитала в ходе финансового кризиса 1997—1998 гг.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> См.: Noland M. South Korea Experience with International Capital Flows / Capital Controls and Capital Flows in Emerging Markets: Policies, Practices and Consequences; ed. by S. Edwards. NBER, University of Chicago Press. May 2007.

### 3.2. Этапы модернизации

В 2000-х гг. — окончательная либерализация финансового рынка, достижение уровня развитой страны, «тонкая настройка» финансовой системы.

Для всех периодов модернизации характерна преимущественно *долговая форма привлечения зарубежного капитала*. Периоды максимального привлечения заемного капитала (совокупный долг государственного и коммерческого секторов): 1966—1969, 1974—1975 и 1979—1981 гг.<sup>1</sup>, 1997—1998 гг., 2006—2009 гг.<sup>2</sup>

Высокая доля долговых источников обусловлена ориентацией на данный тип финансовых ресурсов во время модернизации во второй половине 1960-х — 1970-х гг. (в 1970-е гг. 90% зарубежного капитала поступало в форме кредитов<sup>3</sup>; подробнее об иностранных финансовых источниках см. Приложение 4), а также в периоды выхода из экономических (финансовых) кризисов (кредиты МВФ и иностранных государств). В ряде случаев как результат неосмотрительной кредитной политики компаний (рост долговой нагрузки, краткосрочных обязательств в структуре долга) возникала угроза финансовой стабильности на макроуровне. Примеры: перекредитованность организаций в конце 1960-х гг., рост доли краткосрочных обязательств в структуре внешнего долга в начале — середине 1990-х гг. (повышенный риск оттока капитала, реализовавшийся во время азиатского финансового кризиса 1997—1998 гг.)<sup>4</sup>.

### 3.2. Этапы модернизации

Для экономики Кореи характерна цикличность роста (периодические замедления как следствия кризисов). Можно выделить три основных периода за 1961—2014 гг.

1. Периоды ускоренной модернизации: два по 16 лет с примерно одинаковыми высокими темпами роста ВВП<sup>5</sup>:

---

<sup>1</sup> См.: *Collins S.* South Korea's Experience with External Debt. NBER Working Paper No. 2598. Cambridge, 1988.

<sup>2</sup> Расчеты автора. Подробнее см. Приложение 3.

<sup>3</sup> См.: *Rhe J.-Ch.* The State and Industry in South Korea: the Limits of the Authoritarian State. London : Routledge, 2002. P. 76.

<sup>4</sup> См.: *Lee J.* Modularization of Korea's Development Experience: Foreign Capital in Economic Development / Korean Experiences and Policies. KDI School of Public Policy and Management, Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea, 2013. P. 15.

<sup>5</sup> Среднее арифметическое показателей прироста ВВП за каждый год. Расчет темпов роста ВВП на основе данных IMF IFS, March 2014. Показатель «Gross Domestic Product, Real».

### 3. Южная Корея

— 1962 — 1979 гг. (прирост ВВП 8,5%)<sup>1</sup>;

— 1981 — 1997 гг. (прирост ВВП 8,1%).

Развитие экономики осуществлялось в рамках пятилетних планов (семь пятилетних планов с 1962 г. по 1997 г.).

2. 1999—2014 гг. — становление Кореи как развитой экономики.

Промежутки между этапами характеризовались экономическими (финансовыми) кризисами. Кризисы в Корею носили регулярный характер (1969—1972 гг., 1980 г., 1997—1998 гг., 2008 г.), периодичность — примерно раз в 10 лет. Причины кризисов комплексные, поводами (триггерами) выступали события на зарубежных рынках, но в основе каждого из кризисов лежали последствия государственной политики развития (накопленные структурные проблемы в экономике).

Периодизация финансовой политики как одной из составляющих экономической политики примерно соответствует выделенным этапам (табл. 3.1).

Таблица 3.1. Периодизация финансовой политики

Годы	Этап экономической политики	Стратегические экономические планы (пятилетние) <sup>1</sup>	Финансовая политика
1961—1979 гг.	<i>Модернизация Пак Чон Хи</i> Три этапа: 1) 1961—1970 гг. — экспорториентированные виды производства (легкая промышленность), строительство социальной инфраструктуры (дороги, электростанции) <sup>3</sup> ; 2) 1971 — 1972 гг. — экономический (финансовый) кризис;	1) 1961—1966 гг. — развитие текстильной промышленности для обеспечения самодостаточности Кореи; 2) 1967—1971 гг. — начало развития тяжелой промышленности; 3) 1972—1976 гг. — «План тяжелой химической индустриализации» («Heavy Chemical Industrialization Plan» <sup>6</sup> ), значительные внешние займы; 4) 1977—1981 гг.	<i>Общая характеристика 1961—1979 гг.:</i> — финансовый сектор — исключительно инструмент осуществления целей промышленной политики <sup>2</sup> , подчиненность денежно-кредитной политике промышленности; — ограничения интеграции в международный финансовый рынок; — подчиненность Центрального банка Министерству финансов; — жесткие ограничения на сектора, куда могут быть направлены прямые иностранные инвестиции, стимулирование технологического трансфера;

<sup>1</sup> В течение всех указанных лет, с учетом кризисных, 1961 г. исключен, так как Пак Чон Хи находился у власти только полгода и реальных результатов его экономическая политика еще не принесла.



### 3.2. Этапы модернизации

Продолжение табл. 3.1

Годы	Этап экономической политики	Стратегические экономические планы (пятилетние) <sup>1</sup>	Финансовая политика
	<p>1973 г. — восстановление (рост инвестиций на 40%, экспорта — на 100%)<sup>4</sup>;</p> <p>3) 1973—1979 гг. — приоритетное развитие тяжелой и химической промышленности (6 ключевых отраслей: черная и цветная металлургия, нефтехимия, судостроение, машиностроение, электронная промышленность), стимулирование экспортной ориентации указанных отраслей<sup>5</sup></p>		<p>— ориентация на ограничение иностранного контроля, привлечение зарубежных долговых инвестиций;</p> <p>— налоговые реформы направлены на стимулирование инвестиций в экспортноориентированные отрасли;</p> <p>— до 1964 г. — фиксированный курс к доллару США; затем курс, привязанный к доллару США (более гибкая корректировка).</p> <p>1962—1966 гг. — низкая норма сбережений, финансовая помощь США.</p> <p>Конец 1960-х — 1972 г. — период непродолжительной либерализации счета капитала.</p> <p>1969—1972 гг. — финансовый (долговой) кризис.</p> <p>1972—1979 гг.:</p> <p>— административное снижение процентной ставки по государственным кредитам;</p> <p>— рост государственного контроля за банковской системой (в том числе за коммерческими банками без государственного участия) (направление денежных средств в определенные сектора, компаниям, в проекты). Создание государственных финансовых институтов. Рост доли государственных кредитов (Policy Loans) до 60% от всех кредитов;</p> <p>— налоговые реформы направлены на стимулирование инвестиций в стратегически</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.1

Годы	Этап экономической политики	Стратегические экономические планы (пятилетние) <sup>1</sup>	Финансовая политика
			важные отрасли (тяжелое машиностроение, химическая промышленность); — рост внешнего долга и расходов на его обслуживание
1980-е — начало 1990-х гг.	Восстановление после второго нефтяного кризиса / смены власти, модернизация Чон Ду Хвана (1980—1988 гг.), первого «демократического» президента (1988 г.) <sup>7</sup> : — переход к рыночным механизмам стимулирования экономического роста вместо дирижистского управления; — создание стимулов для малого и среднего бизнеса, развития технологий; — отход от политики экспортной ориентации, либерализация импорта	5) 1982—1986 гг. 6) 1987—1991 гг.	<i>Начало либерализации финансового сектора</i> 1980 г. — финансовый кризис. — управляемый режим плавающего валютного курса (с 1980 г.); — к 1982 г. сокращение разрыва между ранее заниженными ставками по государственным кредитам (ставка по кредитам из Национального инвестиционного фонда) и другими кредитами <sup>8</sup> ; — более рыночные механизмы государственной финансовой поддержки <sup>9</sup> ; — государственная финансовая поддержка направлена не на стимулирование отраслей, а на стимулирование видов деятельности (НИОКР и т.п.), приоритетной становится поддержка малых и средних предприятий; — смена ориентира финансовой политики с цели исключительно экономического роста на цель экономического роста и поддержания стабильности цен; — с середины 1980-х гг. сворачивание политики государственных кредитов для стимулирования приоритетных отраслей промышленности (Policy Loans), замена их социально

### 3.2. Этапы модернизации

Продолжение табл. 3.1

Годы	Этап экономической политики	Стратегические экономические планы (пятилетние) <sup>1</sup>	Финансовая политика
			ориентированными кредитами (сельскохозяйственные, малый и средний бизнес и т.п.); — налоговые льготы направлены на содействие технологическому развитию
1993 — 1998 гг.	Рост открытости экономики внешнему сектору при низком уровне государственного контроля за финансовыми рисками. Результат — экономический (финансовый) кризис, Корея — одна из азиатских стран, наиболее сильно пострадавшая по результатам кризиса 1997—1998 гг.	7) 1993—1997 гг. — «Новый экономический пятилетний план» («New Economy Five Year Plan»), в том числе «Новый экономический 100-дневный план» («New Economy 100 Day Plan»)¹⁰ — глобализация, индустриализация, технологическое развитие, вложение капитала в социальную сферу	<i>Либерализация финансовой политики</i> — открытие доступа иностранных инвесторов на фондовый рынок: — допуск в новые отрасли иностранных инвесторов, рост разрешенной доли их вложения, допуск нерезидентов на фондовый рынок, отмена обязательных условий для иностранных инвестиций; — налоговое стимулирование технологических секторов (в том числе зарубежных инвестиций в них), малого бизнеса. Ускорение финансовой либерализации с конца 1997 г. (по результатам азиатского финансового кризиса 1997—1998 гг.), переход к свободно плавающему валютному курсу
1998—2008 гг.	Посткризисное восстановление С 1997 г. и позднее — помощь МВФ по результатам азиатского кризиса, требование — либерализация доступа иностранных инвесторов в национальную	Нет	<i>Продолжение финансовой либерализации:</i> — реформы финансовых институтов и финансовых рынков; — рост открытости экономики к иностранным инвесторам; — налоговые меры повышения конкурентоспособности национальной экономики (снижение уровня налоговых ставок, стимулирование развития высокотехнологических секторов);

### 3. Южная Корея

Окончание табл. 3.1

Годы	Этап экономической политики	Стратегические экономические планы (пятилетние) <sup>1</sup>	Финансовая политика
	экономику		— переход к денежно-кредитной политике, ориентированной на таргетирование инфляции; — свободный плавающий валютный курс
2008 — н.в.	Мировой экономический (финансовый) кризис и восстановление. Корея — одна из немногих стран, в которой не было падения роста ВВП за период (минимум 0,3% в 2009 г.) <sup>11</sup>	Нет	Окончательная либерализация финансового рынка, достижение уровня развитой страны, «тонкая настройка» финансовой системы

<sup>1</sup> *Kim I.* Korea's Capitalistic Planning Model: Policy Lessons for Mongolia // The Journal of the Korean Economy. 2010. Vol. 11. No. 1. April. P. 177—194.

<sup>2</sup> *Choo H. G.* and *Kurita T.* An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy // International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20. P. 268.

<sup>3</sup> *Lee J.* Modularization of Korea's Development Experience: Foreign Capital in Economic Development / Korean Experiences and Policies. Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea. KDI School of Public Policy and Management, 2013. P. 24.

<sup>4</sup> The Park Chung Hee Era: The Transformation of South Korea / ed. by B.-k. Kim and E. F. Vogel. Harvard University Press, 2011. P. 251.

<sup>5</sup> *Ibid.* P. 25.

<sup>6</sup> *Kim K. S.* Trade and Industrialization Policies in Korea / Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times; ed. by G. K. Helleiner. London : Routledge, 2003. P. 345.

<sup>7</sup> *Lee J.* Modularization of Korea's Development Experience. P. 69.

<sup>8</sup> *Cho Y. J., Kim J.* Credit Policies and Industrialization in Korea. World Bank Discussions Paper № 286. Washington, D.C., 1995. P. 35—36.

<sup>9</sup> *Park W.-A.* Financial Liberalization: The Korean Experience / Financial Deregulation and Integration in East Asia. NBER-EASE Vol. 5 (1996); ed. by T. Ito, A. O. Krueger . University of Chicago Press, 1996. P. 247—276.

<sup>10</sup> *Kim I.* Korea's Capitalistic Planning Model... P. 183.

<sup>11</sup> IMF IFS, as of March 2014. Показатель «ВВП в постоянных ценах» / «Gross Domestic Product, Real».

### 3.3. Инвестиционная политика

#### Норма накопления

До кризиса 1997—1998 гг. шел постоянный рост инвестиций в основной капитал (рост валовых инвестиций и нормы накопления, за исключением периодов экономических кризисов). После кризиса — стабилизация на постоянном уровне (табл. 3.2).

Таблица 3.2. **Норма накопления и норма сбережений в Корее, % ВВП, среднегодовое значение**

Годы	Норма накопления	Норма сбережений
1961—1965	13	н/д
1966—1977	25	н/д
1978—1980	33	27
1981—1989	29	31
1990—1997	37	36
1998—2012	29	32

Периоды выделены по принципу однородных значений нормы накопления и нормы сбережений.

Источники: Норма накопления: 1953—2009 гг. — расчеты на основании базы данных IMF IFS. Показатель «Gross Fixed Capital Formation / GDP, Current Prices, %»; 2010—2012 гг. — World Bank On-line Database. Показатель «Gross Fixed Capital Formation (% of GDP)».

Норма сбережений (Gross Savings (% of GDP)): World Bank National Accounts Data, OECD National Accounts Data Files.

ВВП — «GDP (Current US\$)», World Bank Database, as of April 2014.

Важный источник инвестиций — внешние финансовые ресурсы. В начале модернизации их доля была сопоставима с внутренними сбережениями (примерно 50% в 1960-е гг.). Но в 1970—1980-е гг. их доля уменьшилась и составляла 20—30% валовых внутренних инвестиций (см. Приложение 5). Внутренние сбережения начинают играть более значительную роль в период 1990-х гг. (до кризиса 1997—1998 гг.): рост нормы накопления был обусловлен ростом нормы сбережений (свыше 30% с 1986 г.).

Особенность структуры внутренних сбережений — низкая доля личных сбережений. Причины: низкий уровень первоначальных доходов; неэквивалентное их распределение вплоть до конца 1980-х гг. (преимущественно в пользу бизнес-элиты); искусственное поддер-

### 3. Южная Корея

жание государством низкого банковского процента и, соответственно, низкие ставки по депозитам и незаинтересованность в личных сбережениях на официальном рынке<sup>1</sup>.

#### Периодизация инвестиционной политики

Инвестиционная политика в Корее характеризовалась высоким уровнем государственного вмешательства, поэтапной либерализацией счета капитала в целях привлечения иностранных инвестиций (первоначально значительный перечень ограничений на иностранные инвестиции), высокое значение в инвестициях средств, заимствованных за рубежом (США, Япония, международные организации) (табл. 3.3).

#### Иностранные инвестиции

##### *Прямые иностранные инвестиции, собственность нерезидентов*

Для Кореи характерна невысокая доля вовлечения в международный рынок в форме прямых инвестиций. Прямые инвестиции в экономику Кореи / из Кореи за период 1970—2012 гг. составляли в среднем 0,7% ВВП в год соответственно<sup>2</sup>.

При этом для отдельных периодов характерны всплески ПИИ, не всегда обусловленные фактором государственной политики. Например, 1972—1974 гг. — значительные инвестиции из Японии. Причины: дешевая рабочая сила и земля, стимулы для ПИИ, сильная иена (снижение издержек и, соответственно, цен на продукцию японских компаний при переносе производства на территорию Кореи в сравнении с продукцией, произведенной в Японии и экспортируемой в Корею)<sup>3</sup>.

Либерализация счета капитала (снятие ограничений на инвестирование в экономику Кореи и за пределы корейской экономики) оказала в конечном итоге большее воздействие на рост инвестиций корейских организаций за пределы страны, чем иностранных инвесторов в экономику Кореи.

---

<sup>1</sup> См.: *Read R.* Foreign Direct Investment & the Growth of Taiwan & Korea / University of Lancaster. IBRG FDI: Country Case Studies Conference, Grange-over-Sands, 13—14 September 2002.

<sup>2</sup> Расчет на основе on-line статистических баз: UNCTAD (UNCTADstat), IMF IFS по прямым иностранным инвестициям и World Bank (World Bank Data), IMF WEO Database, April 2014 — ВВП в текущих ценах в долл. США.

<sup>3</sup> См.: *Cherry J.* Korean Multinationals in Europe. UK: Curzon Press, 2011. P. 73.

### 3.3. Инвестиционная политика

Таблица 3.3. **Этапы инвестиционной политики Кореи**

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
1. 1961—1979 гг. — государственная «директивная» политика по привлечению финансовых ресурсов и направлениям их использования	1961—1969 гг.	<p>Среднегодовой темп роста инвестиций за 1962—1969 гг. — 27% (максимум в 1966 г.)<sup>1</sup></p> <p>Основная отрасль — легкая промышленность</p>	<p>Основной источник иностранных финансовых ресурсов — кредиты (до 1965 г. — гранты США, ООН<sup>2</sup>). Государственная поддержка коммерческих кредитов в форме гарантий (позволяло снизить ставку по ним)<sup>3</sup>.</p> <p>Разрешены прямые иностранные инвестиции (1960—1966 гг. до 75%; с 1966 г. до 100% в капиталах), но с жесткими ограничениями (небольшой список разрешенных отраслей, требования к объему экспорта, дополнение инвестиций новыми технологиями, производство компонентов на территории Кореи и др.)</p> <p>В 1962 г. принят Закон о стимулировании иностранного капитала (Foreign Capital Inducement Act) (значимые поправки в 1966 г.), предусматривавший в том числе налоговые льготы.</p> <p>Ключевые отрасли: легкая промышленность, несколько позднее — электронная и химическая промышленность (за период 1967—1987 гг. треть всех ПИИ приходилась на электронную промышленность). Распространена практика создания совместных предприятий (в 1970-х гг.).</p> <p>Ключевые инвесторы — Япония и США (64% и 26% в 1967—1987 гг. для электронной промышленности)<sup>4</sup>.</p> <p>Важный источник инвестиций — финансовая помощь США и Японии, в том числе репарации Японии с 1965 г., в форме грантов, технического содействия, низкопроцентных кредитов<sup>5</sup> (1961—1975 гг. — примерно равное соотношение грантов</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.3

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
			<p>и кредитов). До 1960-х гг. основной донор — США (до 1968 г. 60% инвестиций было профинансировано за счет грантов США)<sup>6</sup>, 1970-е гг. — Япония наравне с США<sup>7</sup>.</p> <p>Средства репараций от Японии направлялись преимущественно на финансирование национальных инфраструктурных проектов, строительство металлургического завода POSCO (компания Pohang Iron and Steel Company — один из крупнейших в мире производителей стали) и другие проекты, которые международные и иностранные инвесторы отказывались финансировать</p>
	1969—1972 гг. — финансовый кризис	Антикризисная инвестиционная политика	1969—1972 гг. — отток зарубежного капитала (отказ от рефинансирования кредитов) (на начало периода 25% импорта финансировалось за счет зарубежных ссуд) <sup>8</sup> .
	1973—1979 гг.	<p>Использование на инвестиционные цели средств Национального инвестиционного фонда (National Investment Fund, 1974 г.) (см. п. 3.7). Средства из фонда предоставлялись в форме целевых кредитов по ставке ниже ставки кредитов банков.</p> <p>Правительством определялся список получателей средств.</p>	<p>Поддержка иностранных инвесторов в специальных экспортных зонах (Free Export Zone<sup>9</sup>) (1970 г. — первая зона в Масан (Masan), 1973 г. — вторая зона в Ири (Iri)), в промышленных комплексах (Industrial Complex).</p> <p>1973 г. — введение Общих принципов зарубежных инвестиций (налоговые льготы для зарубежных инвесторов при соблюдении требований к минимальному объему инвестиций, к экспорту произведенной продукции и др.).</p> <p>Пятилетний план 1973—1978 гг.: — переориентация политики привлечения иностранного капитала (в свя-</p>



### 3.3. Инвестиционная политика

Продолжение табл. 3.3

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
		<p>Целевые отрасли: тяжелая и химическая промышленность, энергетика</p>	<p>зи с обнаруженными злоупотреблениями с кредитами): отказ от кредитов (особенно краткосрочных) в пользу прямых инвестиций (но только в случае отсутствия конфликта с внутренним производством)<sup>10</sup>;</p> <p>— поддержка инвестиций в электронную промышленность и другие высокотехнологичные отрасли, но только при условии внедрения передовых технологий (нет требований к объему экспорта, но существовали требования к выходу зарубежного инвестора из проекта через определенное время);</p> <p>— предпочтение совместным предприятиям (с участием иностранного инвестора в пределах 50% — ограничение, установленное для большинства отраслей).</p> <p>Сохраняется требование к осуществлению инвестиций только при условии импорта технологий (оборудования).</p>
<p>2. 1980—1997 гг. — постепенная либерализация инвестиций</p>	<p>Начало 1980-х гг.</p>	<p>Смена политики финансирования целевых отраслей политикой финансирования модернизации основных средств в целом вне зависимости от отраслевой принадлежности организации.</p> <p>До 90-х гг. продолжалось финансирование через Национальный инвестиционный фонд</p>	<p>Иностранная финансовая помощь преимущественно в форме кредитов (79% кредитов, 21% грантов за период 1976—1990 гг.<sup>11</sup>).</p> <p>Либерализация — пятикратное снижение требования к минимальному объему прямых иностранных инвестиций (с 500 тыс. до 100 тыс. долл.).</p> <p>С 1983 г. — смена политики выбора отраслей для допуска иностранных инвесторов политикой формирования списка запрещенных к инвестициям отраслей:</p> <p>— запрещенные отрасли (коммунальное хозяйство, транспорт, здравоохранение);</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.3

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
		(с 1982 г. ставки на уровне ставок по кредитам банков). Прекращена практика составления списков получателей. Целевой кредит могла получить любая организация	<p>— ограниченные отрасли (по специальному разрешению Министерства финансов при условии создания совместного предприятия с корейской организацией);</p> <p>— либерализованные отрасли (инвестиции разрешены).</p> <p>Список отраслей, разрешенных к инвестированию, был расширен в 1985 г., 1987 г. (по результатам открыто 97% секторов промышленности)</p>
	Конец 1980-х гг. (1988 г.) — 1997 г.		<p>Дальнейшая либерализация отраслей: 1988 г. — частично страхование, реклама, морские услуги; сняты ограничения с более половины из запрещенных к допуску отраслей (190 видов или 85% с 1993 г. по 1997 г.<sup>12</sup>), в том числе в сфере услуг.</p> <p>1989 г. — отмена обязательных ранее условий для прямых иностранных инвестиций, для многих отраслей отмена лимита 50%-ного иностранного участия. Но на практике мажоритарное владение вне специальных зон было под запретом, за редким исключением.</p> <p>Упрощение административных процедур: преимущественно уведомительный порядок прямых инвестиций вместо разрешительного (в том числе при инвестициях за рубежом).</p> <p>С 1993 г. — разрешение приобретения иностранными инвесторами акций корейских компаний в ходе дружественных слияний/ поглощений<sup>13</sup>. Начало либерализации ПИИ корейских организаций за рубежом.</p>

### 3.3. Инвестиционная политика

Продолжение табл. 3.3

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
3. 1997 — н.в. — быстрая либерализация	1997—2005 гг.	<p>Падение инвестиционной активности по результатам азиатского финансового кризиса (с 1998 г.), частично как результат банкротства/ реструктуризации и сокращения инвестиций чеболей<sup>14</sup>.</p> <p>Ориентация на поддержку малого и среднего бизнеса</p>	<p>С середины 1990-х гг. ускоренная либерализация финансового рынка для иностранных инвесторов в связи со вступлением в ОЭСР, требованиями МВФ при предоставлении кредитов (с 1997 г.), привлечением иностранных финансовых ресурсов в целях скорейшего преодоления кризиса 1997—1998 гг.</p> <p>Ускоренная либерализация режима ПИИ (доля иностранного участия в большинстве компаний, имеющих листинг на фондовой бирже была увеличена до 100% к середине 1998 г. с 20% в конце 1996 г.; открытие новых секторов для иностранных инвесторов), ограничения в отношении краткосрочных займов.</p> <p>Новое законодательство (1998 г.), упрощающее административные процедуры и значительно расширяющее льготы и автономию местных органов власти.</p> <p>1999 г. — допуск зарубежных инвесторов в отрасли недвижимости, ценных бумаг, автозаправок и т.д., разрешены сделки враждебных слияний и поглощений корейских компаний зарубежными, приобретения земли.</p> <p>1999—2003 гг. — создание новых видов свободных зон для зарубежных инвесторов (в скобках — год принятия нормативного акта): таможенные зоны свободной торговли (Customs Free Trade Zones) (1999 г.)<sup>15</sup>, зоны свободной торговли (Free Trade Zones) (2000 г.)<sup>16</sup> и свободные экономические зоны (Free Economic Zones)<sup>17</sup> (2003 г.).</p>

### 3. Южная Корея

Окончание табл. 3.3

Этап	Период	Характеристика инвестиционной политики	Характеристика политики по привлечению иностранных инвестиций
			Январь 2002 г. — создание первых таможенных инвестиционных зон в Бусане (Busan) и Кванъяне (Gwangyang) (порты)
	С 2006 г.		Стабилизация регулятивного режима в отношении ПИИ (значение индекса ограничения прямых инвестиций ОЭСР не менялось в 2006—2011 гг.) <sup>18</sup> , смягчение требований к минимальному объему инвестиций для одного инвестиционного проекта. Создание новых свободных зон для зарубежных инвесторов: Свободная экономическая зона Желтого моря (Yellow Sea FEZ), 2008 г., Свободная экономическая зона Восточного побережья (East Coast FEZ), 2013 г., и др. <sup>19</sup>

<sup>1</sup> Kim S.-H. Finance and Growth of the Korean Economy from 1960 to 2004 // Seoul Journal of Economics. 2007. Vol. 20. No. 4. P. 384.

<sup>2</sup> Lee J. Modularization of Korea's Development Experience. P. 28.

<sup>3</sup> Collins S. South Korea's Experience with External Debt / NBER Working Paper No. 2598. Cambridge, 1988. P. 8.

<sup>4</sup> Cherry J. Korean Multinationals in Europe. UK : Curzon Press, 2011. P. 73.

<sup>5</sup> Hikaru N. Japan's Records on War Reparations. ABC of Modern Japanese History. <http://www.jiyuushikan.org/e/reparations.html>.

<sup>6</sup> Aid, Loans and Investment / South Korea. A Country Study, Federal Research Division Library of Congress; ed. by A. M. Savada and W. Shaw. June 1990.

<sup>7</sup> Marx A., Soares J. South Korea's Transition from Recipient to DAC Donor: Assessing Korea's Development Cooperation Policy. International Development Policy // Revue Internationale de Politique de Développement [Online], 5.1 2013, Online since 15 May 2013, Connection on 19 May 2014.

<sup>8</sup> The Park Chung Hee Era: The Transformation of South Korea / ed. by B. Kim and E. F. Vogel. Harvard University Press, 2011. P. 248.

<sup>9</sup> Act Governing the Establishment of Export Free Zones No. 2180. 1970. January 1.

<sup>10</sup> Nicolas F., Thomsen S. and Bang M. Lessons from Investment Policy Reform in Korea / OECD Working Papers on International Investment. 2013/02, OECD Publishing. P. 15.

### 3.3. Инвестиционная политика

<sup>11</sup> *Kim E. M.* Lessons from the 'Seoul Alternative' of Development and Development Cooperation: Republic of Korea's Experience from Recipient to Donor of Aid / DSA Annual Conference. 2010. November 5.

<sup>12</sup> Расчет на основе: *Nicolas F., Thomsen S. and Bang M.* Lessons from Investment Policy Reform in Korea. P. 17—18.

<sup>13</sup> *Ibid.* P. 18.

<sup>14</sup> *Lee J.-W., McKibbin W. J.* Domestic Investment and External Imbalances in East Asia // *Brookings Discussion Papers in International Economics*. 2006. September. No. 172.

<sup>15</sup> Act on Designation and Management of Customs Free Zones for Fostering International Logistics Centres, 1999.

<sup>16</sup> Созданы на основе специальных экспортных зон (закон 1970 г.). Act Governing the Establishment of Free Trade Zones, January 12, 2000 (с 22 марта 2004 г. название документа было изменено — Act Governing the Establishment and Management of Free Trade Zones). См.: *Yang Y.-C.* *Op. cit.* P. 290.

<sup>17</sup> Act on Designation and Management of Free Economic Zones No. 6835. 2002. December 30. Entered into Force on July 1, 2003.

<sup>18</sup> On-line база данных ОЭСР — OECD. StatExtracts. OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index. Динамика Индекса ограничения прямых инвестиций ОЭСР в Корею см. в Приложении 6.

<sup>19</sup> По состоянию на июнь 2014 г. в Корею действует восемь свободных экономических зон (<http://www.fe.z.go.kr/> — Korean Free Economic Zones).

Источники: *Lee K.* Finance and Economic Development in Korea / SNU Institute for Research in Finance and Economics. Working Paper 10-A05. 2010. 1 December; *Sachwald F.* FDI and the Economic Status of Korea: The Hub Strategy in Perspective. Confrontation and Innovation on the Korean Peninsula: Korea Economic Institute, 2003; *Yang Y.-C.* A Comparative Analysis of Free Trade Zone Policies in Taiwan and Korea Based on a Port Hinterland Perspective // *The Asian Journal of Shipping and Logistics*. 2009. December. Vol. 25. Issue 2. P. 273—303.

Первоначально объемы прямых исходящих и поступающих ПИИ незначительно отличались (за исключением нескольких лет: 1970—1972 гг., 1998—2001 гг., 2004 г. — превышение поступающих в страну инвестиций над исходящими; 1985—1986 гг. — превышение исходящих инвестиций над входящими). Начиная с 2006 г. объем ежегодных инвестиций из Кореи значительно превысил инвестиции, поступающие в страну (расчет по данным ЮНКТАД, ОЭСР). Объем накопленных исходящих ПИИ впервые превысил накопленные, поступающие в страну ПИИ в 2008 г. (расчет по данным ОЭСР) (табл. 3.4).

### 3. Южная Корея

Таблица 3.4. Прямые иностранные инвестиции в Корею (в среднем в год)

Годы	Источник	Млн долл.		% ВВП	
		приток	отток	приток	отток
1973—1979	UNCTAD, OECD	70	14	0,15	0,04
1980—1989	UNCTAD, OECD, IMF IFS	380	398	0,26	0,32
1990—2005	UNCTAD, OECD, IMF IFS	3 754	3 378	0,73	0,66
2006—2012	UNCTAD	9 775	23 162	0,98	2,28
	OECD	3 098	19 372	0,31	1,93
	IMF IFS	3 123	17 048	0,31	1,68

Источники: UNCTAD, UNCTADstat. Inward and Outward Foreign Direct Investment Flows, Annual, 1970-2012. Accessed on April 2014; OECD. Long FDI Series since 1990. Updated on 24 January 2014; IMF IFS Accessed on May 2014.

#### Характерные черты привлечения ПИИ в Корею

1. Осторожное отношение к ПИИ. Взвешивание всех плюсов и минусов при принятии решений. Открыто заявлялось<sup>1</sup>, что ПИИ будут привлекаться только, когда положительные эффекты перевешивают отрицательные для экономики. Характерен фундаментальный подход к оценке положительных и отрицательных эффектов. При оценке учитывалось следующее:

Положительные эффекты:	Отрицательные эффекты:
<ul style="list-style-type: none"><li>— прирост инвестиций;</li><li>— создание рабочих мест;</li><li>— технологическое обновление промышленности;</li><li>— вклад в платежный баланс;</li><li>— технологический трансферт</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Издержки в связи с трансфертным ценообразованием (при прямых инвестициях ТНК);</li><li>— ограничения на импорт и экспорт дочерних предприятий;</li><li>— вытеснение национальных инвесторов с внутреннего кредитного рынка;</li><li>— неэффективное распределение ресурсов в связи с отсутствием конкуренции в отрасли;</li></ul>

<sup>1</sup> EPB (Economic Planning Board) 1981. Oegoogin Tooja Baeksuh (White Paper on Foreign Investment) (in Korean). Seoul, Korea, The Government of Korea. P. 50—64. Цит. по: Chang H.-J. Foreign Investment Regulation in Historical Perspective / Lessons for the Proposed WTO. Agreement on Investment. University of Cambridge, 2003. P. 12.

Положительные эффекты:	Отрицательные эффекты:
	<p>— сдерживание национального технологического развития (например, при вводе ограничений на использование аналогичных технологий другими компаниями в отрасли);</p> <p>— «искажение» структуры промышленности в связи с введением «неподходящих» продуктов;</p> <p>— вероятность лоббирования транснациональными корпорациями своих интересов</p>

Результатом указанной политики являлась низкая доля ПИИ в общей сумме иностранных инвестиций: 5% (1963—1982 гг.) и 9,7% (1962—1973 гг.)<sup>1</sup>.

2. Жесткие ограничения на сектора, куда могут быть направлены прямые иностранные инвестиции, в частности, запреты в отношении отрасли финансовых услуг, недвижимости, гостиничного бизнеса и др.<sup>2</sup>

С 1960 г. разрешен доступ иностранных инвесторов на корейский рынок (с 1960 г. разрешено до 75%, с 1966 г. — до 100% зарубежного владения в одной компании<sup>3</sup>), но для ограниченного перечня отраслей, а именно отраслей, имеющих потребность в технической помощи<sup>4</sup>. До начала 1980-х гг. около 50% всех отраслей промышленности, 20% отраслей обрабатывающей промышленности были полностью закрыты для иностранных инвесторов<sup>5</sup>. Также требования предъявлялись к объему экспорта (для всего периода до 1980-х гг.)<sup>6</sup>, к обязательному дополнению инвестиций новыми для Кореи технологиями, к производству компонентов на территории Кореи и др.

<sup>1</sup> Цит. по: *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective. P. 12.

<sup>2</sup> См.: *Nicolas F., Thomsen S. and Bang M.* Lessons from Investment Policy Reform in Korea. P. 14.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> См.: *Sachwald F.* FDI and the Economic Status of Korea: The Hub Strategy in Perspective / Confrontation and Innovation on the Korean Peninsula. Korea Economic Institute, 2003. P. 85.

<sup>5</sup> ЕРВ (Economic Planning Board) 1981. Oegoogin Tooja Baeksuh... Цит. по: *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective / Lessons for the Proposed WTO. Agreement on Investment H. S. University of Cambridge, 2003. P. 12.

<sup>6</sup> См.: *Cherry J.* Korean Multinationals in Europe. P. 73. Для периода 1960—1970-х гг. характерно стимулирование экспорта в том числе с помощью создания преференций для экспортоориентированных компаний.

### 3. Южная Корея

При разрешении доступа отдавалось предпочтение созданию совместных предприятий, в особенности под преимущественным контролем национальных организаций, в целях облегчения трансфера технологий и управленческих навыков<sup>1</sup>. Распространена была практика выкупа у иностранного партнера доли в совместном предприятии (при государственной поддержке) в тот момент, когда технологический трансферт завершен. Например, так происходило в отраслях нефтепереработки и передовых строительных технологий, компетентность в которых была необходима корейским компаниям для заключения крупных контрактов со странами Ближнего и Среднего Востока в конце 1970-х гг.<sup>2</sup>

Даже в тех секторах, к которым был разрешен доступ, доля иностранных инвестиций была ограничена 50%, за исключением специально выделенных отраслей, в отношении которых было принято политическое решение о потребности в более высокой доле иностранных инвестиций. Доля этих отраслей составляла примерно 13% отраслей перерабатывающей промышленности. В их число входили отрасли, в которых доступ к технологиям рассматривался как жизненно важный для дальнейшего развития; отрасли, требования к размеру вложений и (или) риски которых были очень высоки. Также доля разрешенных иностранных инвестиций могла быть повышена в следующих случаях<sup>3</sup>:

- инвестиции осуществлялись в свободных торговых зонах (Free Trade Zones);
- инвестиции осуществлялись корейцами, проживающими за рубежом;
- страна происхождения инвестиций отличалась от страны происхождения доминирующих иностранных инвесторов в определенной отрасли (как правило, не американская или японская компания).

В результате осторожной политики в отношении зарубежных инвесторов только 5% дочерних компаний транснациональных корпораций в Корее находились в их полной собственности<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective. P. 13.

<sup>2</sup> См.: *Sachwald F.* FDI and the Economic Status of Korea. P. 86.

<sup>3</sup> EPB (Economic Planning Board) 1981. Oegoogin Tooja Baeksuh... P. 70—71. Цит. по: *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective. P. 131.

<sup>4</sup> *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective. P. 13.



### 3.3. Инвестиционная политика

Либерализация финансового сектора проводилась в 1990-е гг., основные меры — с 1998 г. Так, участие иностранного капитала в банковском секторе составило 30% в 2002 г. по сравнению с 10% в 1998 г.<sup>1</sup>

3. До 1992 г. полный запрет доступа прямых иностранных инвесторов на национальный фондовый рынок, впоследствии поэтапный допуск (табл. 3.5).

4. Государственная политика по поддержке иностранных инвесторов, удовлетворяющих установленным требованиям.

В Корее поэтапно сложилась система льгот (в том числе налоговых) для иностранных инвесторов, осуществляющих деятельность в секторе высоких технологий либо на территории свободных зон (зоны свободной торговли, свободные экономические зоны, свободные зоны для иностранных инвесторов, Foreign Investment Zones).

Современные льготы предоставляются в соответствии с Законом о содействии иностранным инвестициям (Foreign Investment Promotion Act, FIPA)<sup>2</sup> и Законом о специальном налоговом контроле (Special Tax Treatment Control Act)<sup>3</sup>. Льготы предоставляются в форме долгосрочной аренды земли, налоговых освобождений и вычетов<sup>4</sup>.

Таблица 3.5. Разрешенная доля иностранных инвестиций в корейских компаниях, имеющих листинг, %

Доля иностранных инвестиций, %	01. 1992	12. 1994	07. 1995	10. 1996	11. 1997	12. 1997	05. 1998	11. 2000
<i>В одной корейской компании, имеющей листинг</i>								
— для стратегических компаний (Public Interest Company)	8	8	10	15	21	25	30	40
— для прочих компаний (Ordinary Company)	10	12	15	20	26	50 (с 11 дек.); 55 (с 30 дек.)	100	100

<sup>1</sup> Republic of Korea: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF, March 19, 2003.

<sup>2</sup> Foreign Investment Promotion Act No. 5559, September 16, 1998.

<sup>3</sup> Special Tax Treatment Control Act, January 1, 1999. Положения о налоговых льготах для прямых иностранных инвесторов введены в закон 24 мая 1999 г. (Korean Taxation 2012. Ministry of Strategy and Finance, Korea. P. 224).

<sup>4</sup> Korea Taxation and Investment 2013. Deloitte. P. 2.

### 3. Южная Корея

Окончание табл. 3.5

Доля иностранных инвестиций, %	01. 1992	12. 1994	07. 1995	10. 1996	11. 1997	12. 1997	05. 1998	11. 2000
<i>Для одного физического / юридического лица</i>								
— для стратегических компаний (Public Interest Company)	1	1	1	1	1	1	3	3
— для прочих компаний (Ordinary Company)	3	3	3	5	7	50	100	100

Источник: *Shin I., Park C.-G. Stock Market Opening and the Cost of Capital: The Case of Korea / International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy* NBER-EASE. Vol. 17; ed. by T. Ito and A. K. Rose. The University of Chicago Press, July 2008. P. 394.

#### *Прямые иностранные инвестиции из Кореи за границу*

В 1960-х гг. действовали следующие ограничения на внешние инвестиции<sup>1</sup>:

- запрет для резидентов на открытие зарубежных банковских счетов и приобретение иностранных ценных бумаг;
- запрет для нерезидентов на выпуск деноминированных в корейских вонах ценных бумаг;
- внешние прямые инвестиции только по результатам официального одобрения, поощрялось привлечение корейских банков в качестве посредников.

Впоследствии происходило постепенное открытие рынка. Наиболее быстрые темпы либерализации отмечены после кризиса 1997 г.

С середины 2000-х гг. объем ПИИ корейских организаций за границу начинает значительно превышать поступающие в Корею прямые инвестиции из-за рубежа (см. табл. 3.4). В определенной мере это обусловлено достижением экономикой страны уровня развитой, ростом внутренних издержек. Основным реципиентом корейских ПИИ становится Китай, характеризующийся более низкой стоимостью трудовых ресурсов<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Noland M. South Korea Experience with International Capital Flows / Capital Controls and Capital Flows in Emerging Markets: Policies, Practices and Consequences*; ed. by S. Edwards. NBER, University of Chicago Press, May 2007. P. 490.

<sup>2</sup> *Kim J. M., Rhe D. K. Trends and Determinants of South Korean Outward Foreign Direct Investment // The Copenhagen Journal of Asian Studies. 2009. 27(1). P. 129.*

### **Портфельные иностранные инвестиции, собственность нерезидентов**

До середины 1980-х гг. существовали значительные ограничения на доступ иностранных инвесторов на внутренний рынок (нерезиденты не имели права владеть акционерным капиталом корейских компаний<sup>1</sup>, разрешены были только кредиты), с 1985 г. началась поэтапная либерализация (табл. 3.6).

1. 1981—1993 гг. — селективные меры по либерализации.

В январе 1981 г. утвержден Долгосрочный план интернационализации финансового рынка (Long-Term Capital Market Internationalization Plan), предусматривающий трехэтапную интеграцию в международный финансовый рынок<sup>2</sup> и либерализацию финансовых потоков, — точка отсчета комплексной либерализации финансового рынка. Особенность процесса либерализации иностранных инвестиций в том, что в процессе снятия ограничений с портфельных инвестиций устанавливались условия максимального их использования на цели продуктивных производственных инвестиций.

2. Июнь 1993 г. — 1997 г. — последовательная либерализация в соответствии с программой.

3. Ноябрь 1997 г. по настоящее время — окончательное быстрое снятие ограничений на портфельные инвестиции (сохраняется небольшой перечень ограничений, связанных с запретом на инвестиции в стратегические отрасли и т.п.) (условия предоставления кредитов МВФ в ходе кризиса 1997—1998 гг.).

Таблица 3.6. **Либерализация портфельных инвестиций**

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
1981—1993 гг.	1981 г. — законодательно разрешено <i>косвенное инвестирование в ценные бумаги корейских компаний, имеющих листинг</i> <sup>1</sup> : — через международные инвести-	1987 г. — 1) предоставлено право осуществления зарубежных инвестиций в целях получения процентов / дивидендов (без права участия в управлении) в случае приоб-

<sup>1</sup> За исключением ряда случаев привлечения прямых иностранных инвестиций в соответствии с Законом о стимулировании иностранного капитала 1961 г. (кардинально изменен в 1966 г.) и Законом о контроле за валютными операциями (Foreign Exchange Control Act) 1961 г.

<sup>2</sup> См.: Mahler W. Internationalization of the Korean Capital Markets / International Finance. Contemporary Issues; ed. by B.Das. London : Routledge, 1995. P. 592.

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>ционные <i>трасты</i> (International Investment Trust), находящиеся под управлением национальных трастовых компаний. Трасты выпускали бенефициарные сертификаты, которые приобретали иностранные инвесторы (создано 7 трастов с ноября 1981 г. по март 1986 г.);</p> <p>— через инвестиционные фонды — юридические лица (закрытые инвестиционные компании), доли в которых обращались на бирже. Фонды распределяли доходы в форме дивидендов (два фонда в США (1984 г.) и в Лондоне (1987 г.)). Инвестиционные трасты должны были быть учреждены корейскими компаниями по ценным бумагам в иностранной юрисдикции<sup>2</sup>, вложения трастов должны были осуществляться преимущественно в ценные бумаги корейских компаний.</p> <p>1984 г. — создание Корейского фонда (Korea Fund) (инвестиционного фонда), имеющего листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, предоставляющего право иностранным инвесторам косвенно инвестировать в корейские ценные бумаги.</p> <p>1985 г. — право размещения <i>варрантов и депозитарных расписок на зарубежных рынках</i> (в пределах 15% акционерного капитала, не более 3% акционерного капитала в руках одного зарубежного инвестора при реализации конверсионных прав)<sup>3</sup>.</p> <p>1986 г. — государство потребовало от финансовых институтов погасить краткосрочные заимствования и кредиты с высокими ставками<sup>4</sup>,</p>	<p>ретенция прогрессивных технологий, для экспортных организаций; 2) повышен лимит на инвестиционный доход, размещение которого разрешено за границей без одобрения центрального банка, с 10 до 500 тыс. долл.</p> <p>1988 г. — предоставлено право корейским институциональным инвесторам (компании по ценным бумагам, страховые компании, инвестиционные фонды) приобретать акции за рубежом за свой счет в пределах абсолютных лимитов (в 1990 г. и 1992 г. последовательно повышены).</p> <p>1989 г. — предоставлено право корейским банкам, осуществляющим операции с иностранной валютой, совершать сделки купли-продажи облигаций, номинированных в иностранной валюте.</p> <p>1991 г. — корейские институциональные инвесторы получили право приобретения иностранных государственных и коммерческих ценных бумаг высокого кредитного рейтинга</p>

### 3.3. Инвестиционная политика

Продолжение табл. 3.6

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>1987 г.:</p> <p>1) предоставление кредитов от государства в иностранной валюте для их рефинансирования. Центральный банк разместил депозиты в коммерческих банках, осуществляющих операции с иностранной валютой. Цель — стимулировать коммерческие банки, предоставлять кредиты в иностранной валюте на приобретение машин и оборудования и досрочно погасить внешние заимствования (действовало до декабря 1990 г.);</p> <p>2) создание аналогичного Корейскому фонду Европейского фонда (Korea Europe Fund), получившего листинг на Лондонской фондовой бирже;</p> <p>3) разрешены иностранные инвестиции, имеющие целью получение дивидендного или процентного дохода, не предусматривающие участие в управлении компании. Обязательное условие — получение в результате инвестиций передовых технологий, преодоление трудностей экспортных фирм<sup>5</sup> (с апреля 1987 г.).</p> <p>1989 г.:</p> <p>1) предоставлено право корейским банкам, осуществляющим операции с иностранной валютой (Foreign Exchange Banks), выпускать облигации в иностранной валюте и получать кредиты с офшорных счетов корейских банков;</p> <p>2) лимит приобретения акций зарубежными компаниями по ценным бумагам в корейских компаниях увеличен до 40%.</p>	

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.6

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>1990 г. — три корейских инвестиционных траста создали по инвестиционному фонду для приобретения корейских (70%) и иностранных ценных бумаг (60% капитала инвестиционных фондов — зарубежный).</p> <p>1991 г.:</p> <p>1) нерезидентам предоставлено право продажи иностранной валюты, если средства будут направлены в фонды развития (Development Trusts) со сроком не менее 2 лет (сначала лимиты на сумму, с 1992 г. лимит ликвидирован);</p> <p>2) корейским организациям предоставлено право выпуска ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте, в целях финансирования импорта производственного оборудования, не имеющего аналогов в Корее;</p> <p>3) нерезиденты получили право осуществлять сделки купли-продажи с акциями, полученными ими в результате конвертации облигаций.</p> <p>1992 г. :</p> <p>1) разрешены портфельные инвестиции иностранных инвесторов в акционерный капитал корейских листинговых компаний при следующих ограничениях: 3%-ный лимит на одну компанию для одного инвестора; 10%-ный лимит в отношении одной компании (для некоторых отраслей — полный запрет либо более жесткое процентное ограничение);</p> <p>2) упрощен выпуск долговых инструментов корейских компаний на зарубежных рынках (расширен перечень инструментов, упрощен по</p>	

### 3.3. Инвестиционная политика

Продолжение табл. 3.6

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>рядок регистрации выпуска ценных бумаг, разрешено хранение полученных доходов на зарубежных счетах);</p> <p>3) унифицированы требования в отношении инвестиций финансовых институтов — резидентов и нерезидентов в акции</p>	
<p>1993— 1997 гг.</p>	<p>1993 г. — расширены права по выпуску облигаций в иностранной валюте (уведомительный порядок вместо разрешительного, расширен перечень направлений использования полученных средств — погашение внешнего долга и средств стимулирования технологий и др.).</p> <p>1994 г.:</p> <p>1) повышен лимит в отношении инвестиций зарубежных инвесторов в акции листинговых компаний (до 12% в отношении одной компании);</p> <p>2) ликвидирован лимит на объем займов корейских организаций, осуществляющих операции за рубежом, от финансовых институтов — нерезидентов;</p> <p>3) повышен лимит на зарубежные заимствования для высокотехнологичных производственных компаний, финансируемых из-за рубежа, с 50% до 100% финансируемого из-за рубежа капитала.</p> <p>1995 г.:</p> <p>1) повышен лимит инвестиций зарубежных инвесторов в акции листинговых компаний (до 15% в отношении одной компании);</p> <p>2) разрешены инвестиции в облигации через бенефициарные сертификаты трастовых инвестиционных компаний по ценным бумагам</p>	<p>1993 г. — право осуществлять портфельные инвестиции за рубеж получили также иные финансовые компании, пенсионные фонды (все включены в список институциональных инвесторов) и компании с крупными внешнеторговыми операциями. Последние получили также право хранения иностранной валюты на зарубежных счетах (в пределах установленных лимитов).</p> <p>В 2 раза повышены лимиты на средства, которые могут быть размещены на зарубежных счетах.</p> <p>1994 г. — полная либерализация инвестиций в акции институциональных инвесторов, расширен список активов (конвертируемые облигации и т.п.), разрешены инвестиции в облигации при размещении, если ставки по ним сопоставимы с международными процентными ставками и др.; рост лимитов на объем валюты, размещаемой на зарубежных счетах (в соотношении с объемом экспорта и импорта организации).</p> <p>1995 г. — 1) отмена лимитов на зарубежные портфельные инвестиции для финансовых компаний и пенсионных фондов, для корпораций и физических лиц лимиты повышены, институциональным инвесторам предоставлено право вло-</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.6

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>(Securities Investment Trust Companies) в пределах лимитов;</p> <p>3) либерализовано право выпуска облигаций для иностранных инвесторов;</p> <p>4) разрешен выпуск конвертируемых облигаций за границей (в пределах 15% акционерного капитала);</p> <p>5) снижены лимиты для малых и средних предприятий на выпуск ценных бумаг за границей;</p> <p>6) восьми лизинговым компаниям разрешено привлекать средне- и долгосрочный капитал за границей без посредничества банков, осуществляющих операции с иностранной валютой;</p> <p>7) разрешены прямые зарубежные заимствования для погашения долгов или для импорта (на цели инвестиций в социальную инфраструктуру и для компаний в сфере высоких технологий, получающих зарубежное финансирование).</p> <p><i>1996 г. :</i></p> <p>1) повышен лимит инвестиций зарубежных инвесторов в акции листинговых компаний (до 20% в отношении одной компании; 5% для одного инвестора);</p> <p>2) нерезиденты получили право приобретения корейских акций через специальные счета, открываемые в зарубежных филиалах/ отделениях банков, осуществляющих операции с иностранной валютой (Free Won Accounts);</p> <p>3) разрешены инвестиции в облигации через иностранные инвестиционные фонды, ориентированные на Корею (Country Fund), создание Корейского облигационного фонда</p>	<p>жения в ценные бумаги, не имеющие зарубежного листинга, до 10% их инвестиционных активов и 10% одного выпуска;</p> <p>2) предоставлено право институциональным инвесторам и компаниям с крупными внешнеторговыми операциями предоставлять в управление управляющих-нерезидентов до 10 млн и 300 тыс. долл. соответственно;</p> <p>3) снижены ограничения на иностранные депозиты (100 млн долл. для институциональных инвесторов, 1 млн долл. для компаний с крупными внешнеторговыми операциями, 30 тыс. долл. для физических лиц);</p> <p>4) международным финансовым организациям разрешен выпуск деноминированных в вонх ценных бумаг.</p> <p><i>1996 г. :</i></p> <p>1) отменены ограничения на зарубежные инвестиции физических лиц и организаций, расширен перечень разрешенных инвестиций (внебиржевые ценные бумаги, коммерческие бумаги, депозитные сертификаты);</p> <p>2) отмена лимитов на размер ссуд институциональных инвесторов нерезидентам; корейским банкам, осуществляющим валютные операции, и институциональным инвесторам разрешено предоставление кредитов в корейской валюте нерезидентам в пределах установленных лимитов;</p> <p>3) право выпуска облигаций в вонх получили международные организации, правительства иностранных государств, финансовые институты и коммерческие</p>



### 3.3. Инвестиционная политика

Окончание табл. 3.6

Годы	Инвестиции из-за границы	Инвестиции за границу
	<p>(с листингом на Лондонской фондовой бирже);</p> <p>4) нерезидентам разрешены сделки с фьючерсом на индекс, но с установлением процентного лимита;</p> <p>5) в ряде секторов сняты ограничения на прямые заимствования из-за границы для малых и средних организаций из непромышленного сектора;</p> <p>6) введен уведомительный порядок для открытия отделений иностранных компаний, осуществляющих деятельность в сфере ценных бумаг (ранее требовалось одобрение Министерства финансов)</p>	<p>организации зарубежных стран, 50% выпуска разрешено размещать за границей</p>
<p>Ноябрь 1997 г. — 2014 г.</p>	<p>1997 г. :</p> <p>1) иностранным инвесторам предоставлено право приобретения до 30% конвертируемых облигаций малых и средних организаций (до 5% в отношении каждой организации);</p> <p>2) иностранные инвесторы получили право приобретать корпоративные и государственные облигации (в конце декабря все лимиты отменены); 3) повышен лимит инвестиций зарубежных инвесторов в акции листинговых компаний (до 55% в отношении одной компании; 50% для одного инвестора).</p> <p>1998 г. — отмена ограничений на долю иностранных инвесторов на рынке акций, полное открытие рынка облигаций и денежного рынка.</p> <p>1999 г. — разрешен выпуск корейскими организациями за границей краткосрочных ценных бумаг</p>	<p>1999 г. — разрешены инвестиции на зарубежных финансовом и страховом рынках</p>

<sup>1</sup>Lee J. M. Internationalization of the Korean Capital Market // Journal of International Law. 1987. Vol. 9. Issue 4. P. 704—706.

### 3. Южная Корея

<sup>2</sup>*Mahler W.* Internationalization of the Korean Capital Markets / *International Finance. Contemporary Issues*; ed. by B. Das. London : Routledge, 1995. P. 592.

<sup>3</sup>*Johnston R. B., Darbar S. M., Echeverria C.* Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / *IMF Working Paper*. November 1997. P. 72.

<sup>4</sup>Annual Report. The Bank of Korea, 1986. P. 28. Цит. по: *Johnston R. B., Darbar S. M., Echeverria C.* Sequencing Capital Account Liberalization. P. 73.

<sup>5</sup>*Johnston R. B., Darbar S. M., Echeverria C.* Sequencing Capital Account Liberalization. P. 74.

Источники:

*Noland M.* South Korea Experience with International Capital Flows. P. 481—528 // *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Markets: Policies, Practices and Consequences*. Ed. by Edwards S. NBER, University of Chicago Press. May 2007.

*Kwon Y., Shim I.-S.* 2011 Modularization of Korea's Development Experience: Legal Infrastructure for Foreign Investment / *Korean Association of Civil Law*. Ministry of Justice of Republic of Korea. Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea, 2012.

#### Особенности

1. Допуск иностранных инвесторов в начале либерализации осуществлялся через создание закрытых инвестиционных компаний (аналог российских инвестиционных фондов) в зарубежных юрисдикциях.

2. Финансовая либерализация не носила плавный характер. План постепенной либерализации сменился ускоренной либерализацией в результате вступления в ОЭСР в 1996 г., финансового кризиса 1997 г. и условий предоставленных кредитов МВФ. Среди причин ускоренной либерализации конца 1990-х гг. давление США в целях расширения доступа на корейский рынок американских финансовых организаций (начиная с конца 1980-х гг.)<sup>1</sup>.

#### 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим

В плановые периоды развития корейской экономики (1962—1997 гг.) изменения налоговой политики соответствовали изменениям общей экономической политики в рамках пятилетних планов (табл. 3.7).

---

<sup>1</sup> См.: *Noland M.* South Korea Experience with International Capital Flows. P. 492.

### 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим

Таблица 3.7. **Периодизация и содержание налоговых реформ**

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
1961—1972 гг. — налоговое стимулирование экспортоориентированного производства	1962—1966 гг.	<p>1. Фискальная цель — повышение объема и собираемости налогов (<i>налоговая реформа декабря 1961 г.</i>);</p> <p>2. Стимулирование инвестиций в экспортоориентированные отрасли: возмещение косвенных налогов в отношении используемых в производстве материалов и импортируемого оборудования, уменьшение налога на доходы организаций, ускоренная амортизация в отношении машин и оборудования</p>
	1967—1971 гг.	<p><i>Налоговая реформа 1967 г.:</i></p> <p>1. Стимулирование сбережений: освобождения в отношении дивидендов и процентных доходов;</p> <p>2. Стимулирование инвестиций малых и средних предприятий: ускоренная амортизация;</p> <p>3. Стимулирование избранных отраслей (налоговые каникулы);</p> <p>4. Ограничение потребления и спекуляций на рынке недвижимости (рост косвенных налогов, введение налога, ограничивающего спекуляции с недвижимостью);</p> <p>5. Начало введения глобальной налоговой системы<sup>1</sup> с прогрессивными ставками (налог на доходы физических лиц)</p>
1973—1979 гг. — сохранение налоговых стимулов для экспортных отраслей <sup>2</sup> , стимулирование стратегических отраслей промышленности	1972—1976 гг.	<p>1. Стимулирование инвестиционной активности: освобождения по уплате налога на доходы организаций, ускоренная амортизация, инвестиционные налоговые кредиты (для преодоления кризиса начала 1970-х гг.) (<i>1972 г.</i>);</p> <p>2. Стимулирование инвестиций в экспортоориентированное производство: право создания резервных фондов, не учитываемых при определении налоговой базы (<i>1973 г.</i>);</p> <p>3. Ограничение спекуляций на рынке недвижимости: замена налога, ограничивающего спекуляции с недвижимостью, налогом на прирост капитала (Capital Gain Tax) (<i>1974 г.</i>);</p> <p>4. Снижение налоговой нагрузки на малый и средний бизнес (<i>1974 г.</i>);</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.7

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>5. Поддержка стратегически важных отраслей (металлургия, судостроение и тяжелое машиностроение, химическая и электронная промышленность): освобождение от уплаты налога на доходы организаций, ускоренная амортизация (1974 г.);</p> <p>6. Переход к глобальной налоговой системе для налога на доходы физических лиц (1974 г.);</p> <p>7. Повышение налоговых доходов бюджета (введен специальный военный налог) (1975 г.)</p>
	1977—1981 гг.	<p>1. Введение НДС и налога на индивидуальное потребление в целях упрощения налогового администрирования, содействие экспорту и капитальным инвестициям. Результат — расширение налоговой базы, повышение объема возмещаемых средств при экспорте благодаря упрощению налоговых процедур (снижение налоговой нагрузки на экспортеров) (декабрь 1976 г.);</p> <p>2. Снижение налоговой нагрузки на оплату труда (1977—1978 гг.);</p> <p>3. Поддержка малого и среднего бизнеса (рост ставки ускоренной амортизации) (1977—1978 гг.);</p> <p>4. Налоговые стимулы для инвестиций на национальном фондовом рынке (1979 г.)</p>
1980-е — середина 1990-х гг. — отмена стимулов для экспортоориентированных отраслей, приоритетных отраслей, введение стимулов для технологических отраслей, НИОКР (смена секторальной поддержки на общую модернизацию)	1982—1986 гг.; 1987—1991 гг.	<p>1. Меры по преодолению рецессии по результатам второго нефтяного кризиса: снижение подоходного налога, рост налогообложения финансовых активов; расширение перечня налоговых кредитов для групп населения с низкими доходами; снижение числа налоговых преференций для отдельных отраслей (налоговая реформа 1981 г.).</p> <p>2. Содействие технологическому развитию (инвестиционные кредиты, дополнительная амортизация, резервы технологического развития);</p> <p>3. Налоговые льготы для среднего и малого бизнеса по налогу на прибыль организаций и налогу на прирост капитала (для малых и средних предприятий в области сельского хозяйства и рыболовства, высокотехнологического бизнеса);</p>

### 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим

Продолжение табл. 3.7

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>4. Отмена стимулов для экспортоориентированных производств (в части ускоренной амортизации) (1988 г.)</p> <p>5. Социальная направленность налоговых реформ, налоговые меры, направленные на снижение спекуляций с недвижимостью (1989—1992 гг.): рост налогообложения имущества, снижение подоходного налога, расширение вычетов и налоговых кредитов в отношении налогов с заработной платы, отмена военного налога</p>
	1993—1997 гг.	<p>Расширение налоговой базы при снижении ставок налогов:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Снижение ставок по подоходным налогам;</li> <li>2. Реформирование налогообложения финансовых операций (вызвано либерализацией финансового рынка);</li> <li>3. Стимулирование капитальных вложений (резерв на цели развития при расчете налога на доходы организаций);</li> <li>4. Налоговые стимулы для инвестиций за рубежом;</li> <li>5. Стимулирование личных сбережений (исключение из налоговой базы процентов по долгосрочным депозитам, по одному из текущих счетов одной семьи, налоговое стимулирование сбережений сотрудников в ценные бумаги);</li> <li>6. Снижение нагрузки по НДС для малого бизнеса</li> </ol>
Посткризисные налоговые реформы 1998—1999 гг.: реструктуризация и налоговое стимулирование иностранных инвестиций		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Налоговые меры, направленные на реструктуризацию по результатам кризиса: освобождение и снижение налогов на передачу имущества, снижение налога на прирост капитала (в целях стимулирования рынка недвижимости, ускорения процессов реструктуризации);</li> <li>2. Стимулирование крупных иностранных инвестиций в высокотехнологичные сферы: освобождение от уплаты / льготное обложение в части подоходного налога, налога на приобретение, на имущество, на землю, косвенных налогов (в первые годы операционной деятельности, в отношении импортируемых основных средств); льготное налогообложение на территории специальных зон;</li> </ol>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.7

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>3. Расширение налоговых льгот для малого и среднего бизнеса для стимулирования занятости и технологического развития;</p> <p>4. Стимулирование потребления национальной высокотехнологичной продукции (снижение налога на потребление в отношении электронных товаров и автомобилей, снижение автомобильного налога);</p> <p>5. Расширение налоговой базы (НДС, налога на транспортные средства и др.)</p>
<p>Налоговые реформы 2000-х гг. — повышение конкурентоспособности национальной экономики</p>		<p>1. Налоговые льготы для малого и среднего бизнеса: расширение перечня отраслей, налоговые кредиты, освобождение от уплаты налога на доходы;</p> <p>2. Снижение налоговой нагрузки: снижение налоговых ставок подоходного налога (2000 г., 2003 г., 2004 г., 2008 г.);</p> <p>3. Более точечное действие налога на прирост капитала в отношении рынка недвижимости: повышение общей ставки в связи со стабилизацией на рынке недвижимости (2001 г., 2005 г.), но меры по препятствованию спекулятивным операциям с недвижимостью (рост налога на прирост капитала при передаче недвижимости после краткосрочного держания; высокие ставки в отношении недвижимости, расположенной на «спекулятивных территориях» и др. (2003 г.); введение налога на избыточную недвижимость (2004 г.); расчет налога на прирост капитала на основании рыночной стоимости, расширение соответствующей налоговой базы (2005 г.);</p> <p>4. Стимулы для прямых иностранных инвестиций в передовые технологии (информационные, био-, нанотехнологии) (налоговые льготы, эквивалентные получаемым в свободных экономических зонах); освобождение от уплаты налога на доходы квалифицированной иностранной рабочей силы, налоговые освобождения для ПИИ в промышленных комплексах;</p> <p>5. Налоговые льготы для организаций, создающих новые рабочие места (налоговые кредиты, сниже-</p>

### 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим

Окончание табл. 3.7

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		ние ставки, налоговые вычеты по налогу на доходы); 6. Развитие фондового рынка (снижение налога на процентные доходы и доходы от ценных бумаг); 7. Снижение налоговой нагрузки при сделках корпоративного управления; 8. Стимулирование приоритетных отраслей экономики (налоговые кредиты и резервы на НИОКР), энергоэффективности; 9. Стимулирование репатриации бизнеса в Корею, инвестиций в отдаленные территории и с низким уровнем развития

<sup>1</sup> Глобальная система налогообложения доходов физических лиц предусматривает единую ставку к общей налоговой базе. Противостоящая ей шедулярная (каталоговая) предусматривает систему налоговых баз, к каждой из которых применяется своя налоговая ставка и налоговые льготы (либо несколько видов налогов на доходы физических лиц).

<sup>2</sup> Параллельно законом были введены меры таможенной поддержки (Special Act for Duty Drawback in Korea, 1975), предусматривающие право возврата импортной пошлины в отношении импортируемых материалов, используемых для производства экспортной продукции. До 1997 г. — право возврата в течение 13 месяцев, после — в течение трех лет.

Ранее действовала система, предусматривающая прямое освобождение при импорте.

Источники:

Korean Taxation 2012, Ministry of Strategy and Finance;

Mah. Export Promotion Policies, Export Composition and Economic Development of Korea / Law and Development Institute Inaugural Conference. Sydney (Austarlia), 2010;

Trela I., Whalley J. Taxes, Outward Orientation, and Growth Performance in the Republic of Korea / Tax Policy in Developing Countries; ed. by J. Khalilzadeh-Shirazi, A. Shah. World Bank, August 1994;

Frank C. R. Jr., Kim K. S., Westphal L. E. Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea. New York : NBER, 1975.

#### Особенности

1. Различное значение налоговой политики в отдельные периоды экономического развития Кореи: большая роль при Пак Чон Хи (1961—1979 гг.), менее значимая роль в период финансовой либерализации (с 1980-х гг.)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Yoo I. Experience with Tax Reform in the Republic of Korea // Asia-Pacific Development Journal. 2000. Vol. 7. No. 2. December.

### 3. Южная Корея

Для Кореи характерен низкий уровень налоговой нагрузки на протяжении всего рассматриваемого периода (табл. 3.8).

Таблица 3.8. **Уровень налоговой нагрузки**

		1961— 1970	1971— 1972	1973— 1979	1980— 1981	1982— 1997	1998— 1999	2000— 2012
Доходы бюджета к ВВП, %	Корея	15,16	18,64	18,28	20,56	18,46	18,27	22,66
	Среднее по миру	н/д	н/д	н/д	31,3	30,8	28,5	30,3
	Среднее число стран в выборке (мир)	н/д	н/д	н/д	25	70	140	186

Источники: IMF WEO Database, April 2014. В качестве доходов общего правительства (налоговая и квазиналоговая нагрузка) принят показатель «Cash Receipts from Operating Activities, General Government» (% к ВВП).

		1961— 1971	1972	1973— 1979	1980— 1981	1982— 1997	1998— 1999	2000— 2011
Налоговые доходы бюджета к ВВП, %	Корея	н/д	12,46	15,15	16,94	18,07	20,52	24,56
	Среднее по ОЭСР	н/д	27,68	29,84	31,26	33,50	35,17	34,73
	Среднее число стран в выборке (мир)	н/д	24	24	31	33	33	33

Источник: OECD Tax Levels and Tax Structures. 1965—2012 / Revenue Statistics 2013. OECD Publishing, 2013. Показатель «Tax Revenue as Percentage of GDP» (включая платежи по социальному страхованию).

Уровень социальных налогов минимальный (до 1990 г. не превышали 5% всех налоговых доходов, в среднем 1,5% ВВП за период 1972—1989 гг.). В 1990—2000-е гг. — рост до уровня развитых стран, но все равно ниже среднего уровня (23,5% при среднем значении по странам ОЭСР 26,2% в 2011 г. в общей структуре налогов<sup>1</sup>) (табл. 3.9).

<sup>1</sup> Расчет на основе OECD Tax Statistics. Показатель «Social Security Contributions, as Percentage of Total Taxation».



### 3.4. Налоговая нагрузка, налоговый режим

Таблица 3.9. **Налогообложение рабочей силы: Корея и страны ОЭСР, % средней заработной платы**

Показатель	Корея / ОЭСР	
	2000	2013
Налоговая нагрузка на одного работающего, %	16,4 / 36,7	21,4 / 35,9
Налоговая нагрузка на супружескую пару с одним работающим и 2 детьми, %	15,7 / 27,7	19 / 26,4

Источник: Taxing Wages: Country Note for Korea. OECD.

2. Контрциклическая налоговая политика (для преодоления каждого финансового кризиса — комплекс налоговых мер, направленных на стимулирование производства, восстановление занятости и т.п.).

3. Контроль спекулятивного поведения на рынке недвижимости — постоянное совершенствование налогообложения на рынке недвижимости в целях препятствования спекулятивным тенденциям.

4. Начиная с 1960-х гг. налоговое стимулирование избранных отраслей экономики. При Пак Чон Хи — налоговое стимулирование стратегически важных отраслей, позднее — стимулирование высокотехнологичных отраслей. Отличие политики в этой области, за исключением выбора отраслей и некоторых особенностей налоговых стимулов, — дополнение с 1980-х гг. налоговых льгот для избранных отраслей налоговыми льготами в целом для экономики (снижение ставок по налогу на доходы организаций и др.).

По мере изменений в структуре корейской экономики менялся перечень приоритетных отраслей. Выделялись две группы отраслей:

— флагманские отрасли промышленности (Flagship Industries) (высокотехнологичные направления указанных отраслей): автомобилестроение, судостроение, полупроводники, черная металлургия, машиностроение, текстильная промышленность, производство высокотехнологичных узлов и материалов;

— новые локомотивы роста (New Growth Engines) (с 2009 г.): «зеленые» технологии (возобновляемая, низкоуглеродная энергетика, светодиоды и др.), высокие технологии (роботехника, нано-

### 3. Южная Корея

технологии, ИТ, телекоммуникации и др.), услуги с высокой добавленной стоимостью (здравоохранение, образование, организация мероприятий и др.)<sup>1</sup>.

5. С начала модернизации характерно расширение налоговой базы при снижении ставок налогов.

6. Большое внимание уделялось налоговому стимулированию малых и средних компаний (реальные результаты по развитию сектора только на последних этапах).

## 3.5. Денежно-кредитная и процентная политика

### Денежно-кредитная политика

Денежно-кредитная политика (ДКП) Кореи менялась по мере роста зрелости экономики и глубины финансового рынка. В ней можно выделить два основных этапа (табл. 3.10):

1) 1957 г. — апрель 1998 г. — ДКП, ориентированная на таргетирование роста денежной массы (до 1990-х гг. в отдельные годы были значительные отклонения от целевого показателя<sup>2</sup>);

2) апрель 1998 г. — 2014 г. — ДКП, ориентированная на таргетирование инфляции.

### Особенности

1. ДКП находилась в *подчиненном положении* по отношению к промышленной (экономической) политике за исключением периодов получения Кореей кредитов МВФ на условиях соблюдения повышенных требований к регулированию денежно-кредитного рынка.

До 1990-х гг. Центральный банк Кореи предоставлял кредиты, но они носили характер не инструмента денежно-кредитной политики, а инструмента политики поддержки отдельных отраслей экономики. Рефинансирование осуществлялось по ставке ниже рыночной. Результат — переизбыток ликвидности.

---

<sup>1</sup> Данные Министерства торговли, промышленности и энергетики Кореи (Ministry of Trade, Industry and Energy, MOTIE). Раздел Policy Direction / Industry Policy / Foster New Growth Engines. <http://www.motie.go.kr>.

<sup>2</sup> Shin I. Declining Forecasting Power of M2 and Unstable Policy Target: A Study on Monetary and Credit Policy in Korea since 1980s. [In Korean] // KDI Economic Policy Research. 1997. 19(3). P. 139—187. Цит. по: Choo H. G. and Kurita T. An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy // International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20. P. 267—280; Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea / ed. by M. Kim. Hongjin CTP & Printing Co. Ltd., December 2012. P. 12—13.

Таблица 3.10. Этапы денежно-кредитной политики Южной Кореи

Этап	Период	Подэтапы	Характеристика инструментов денежно-кредитной политики	Темпы инфляции <sup>1</sup>	Особенности таргетирования денежной массы / инфляции
<p>1. 1957—1998 гг. — политика, ориентированная на таргетирование роста денежной массы</p>	<p>1957—1966 гг.</p>	<p>С 1961 г. реформы Пак Чон Хи; подчиненность денежно-кредитной политики промышленности национальной политике</p>	<p>Принят государственный документ — Политика финансовой стабилизации (Financial Stabilization Program, 1957) (в условиях политической нестабильности в 1961—1962 гг. приостановлена). <i>Преимущественно прямые инструменты</i> ДКП: селективный кредитный контроль (Selective Credit Control), преференциальные процентные ставки (Preferential Interest Rates). <i>Наличие косвенных инструментов</i> ДКП, но их роль ограничена: с 1950 г. резервные требования, 1960-е — операции на открытом рынке: со стабилизационными облигациями ЦБ (Monetary Stabilization Bonds, MSB) (с 1961 г.), с государственными и частными ценными бумагами (с 1969 г.).</p> <p>С 1977 г. небанковские финансовые институты были включены в список контрагентов по операциям на открытом рынке. Два вида операций: 1) операции repo; 2) прямая купля-продажа</p>	<p>Резкие скачки в инфляции от 25% до —3% (в среднем 12%)</p>	<p>Показатель денежной массы постепенно расширялся. Изначально — М1. До 1961 г. ограничения по денежному предложению устанавливались для каждого из секторов (государственный, частный, иностраный). По условиям кредитного соглашения с МВФ с 1966 г. таргетируемый показатель денежной массы устанавливается по соглашению с МВФ (до 1988 г.) Таргетируемые показатели денежной массы: — чистые внутренние активы центрального банка (1966 — первая пол. 1969 г.), — резервные деньги (во второй половине 1969 г.), — внутренние кредиты финансовым институтам (1970—1982 гг.) — чистый внутренний кредит (1983—1986 гг.) Параллельно с 1976 г. Центральный банк должен таргетировать М1, с 1979 г. показатель М2. С конца 1980-х таргетируются показатель «М2 + краткосрочные депозиты в небанковских финансовых посредниках». С 1997 г. (по апрель 1998 г.) одновременно таргетируются М2 и МСТ (включает М2, депозитные сертификаты, денежные средства в трастах). Хотя явно не заявлялось, но приоритет отдавался показателю МСТ<sup>2</sup>.</p>

Этап	Период	Подэтапы	Характеристика инструментов денежно-кредитной политики	Темпы инфляции*	Особенности таргетирования денежной массы / инфляции
	1967—1979 гг.			Высокие темпы инфляции (14%), что обусловлено выдачей Policy Loans во время модернизации Пак Чон Хи, увеличением зарплат квалифицированной рабочей силы, импортируемой инфляцией (в результате роста нефтяных цен в начале 1970-х гг.) <sup>3</sup>	
	1980—1981 гг.	Второй нефтяной кризис, ирано-иракская война		Скачок инфляции: среднее значение за кризисный и посткризисные годы — 25% (из них в 1980 г. — 28,7%)	
	1982—1988 гг.	Смена ориентира финансовой политики с цели исключительно экономического роста на цель	Более активное использование косвенных (рыночных) инструментов ДКП: — операции на открытом рынке (repo государственных облига-	Низкий уровень инфляции (среднее значение за период 4%, показатели инфляции	

		<p>экономического роста и поддержания стабильности цен.</p> <p>Ужесточение фискальной и кредитной политики, стабилизация процентных ставок и зарплат<sup>4</sup> (в целях снижения инфляции издержек)</p>	<p>ций, стабилизационные облигации Банка Кореи, используемые для регулирования денежной массы);</p> <p>— предоставление кредитов;</p> <p>— коэффициент резервных требований к капиталу (менялся редко).</p> <p>С середины 1980-х активное использование резервных требований, с 1986 г. — операций на открытом рынке (как результат притока зарубежной ликвидности при профиците баланса)</p>	<p>не превышали 5% в 1981 — 1987 гг.)</p>	
<p>1988 — апрель 1998 гг.</p>	<p>Постепенное сближение регулируемых процентных ставок и рыночных процентных ставок</p>	<p>С начала 1990-х гг. приоритетный инструмент ДКП — операции на открытом рынке (в связи с финансовой либерализацией и развитием финансового рынка), значение резервных требований снизилось.</p> <p>Операции на открытом рынке носят более рыночный характер (с 1993 г. — введен тендер при размещении средств, ранее — обязательное назначение банка для покупки, с 1997 г. — остался только тендер).</p> <p>С 1994 г. кредиты ЦБ начинают использоваться не как инструмент финансовой (промышленной) политики, а как инструмент ДКП.</p> <p>Но использование денежных средств ЦБ на цели прямого</p>	<p>Небольшой скачок (средняя величина — 6,3%)</p>		

Этап	Период	Подэтапы	Характеристика инструментов денежно-кредитной политики	Темпы инфляции*	Особенности таргетирования денежной массы / инфляции
2. Апрель 1998 г. — н.в. — политика, ориентированная на таргетирование инфляции	Апрель 1998 — 2013 гг.	Краткосрочная ставка процента становится операционной (промежуточной) целью; ставка по ссудам до востребования (Call Rate) (1998—2008 гг.), базовая ставка ЦБ (Bank of Korea Base Rate) (с 1998 г.)	<p>Монетарная политика, ориентированная на показатель процента (interest-rate oriented monetary policy).</p> <p>Основной инструмент — операции repo и MSA (Monetary Stabilization Account — срочные депозиты коммерческих финансовых организаций в ЦБ) для регулирования краткосрочной ликвидности, выпуск облигаций ЦБ (MSB) для регулирования долгосрочной ликвидности.</p> <p>Цель операций на открытом рынке — минимальное</p>	<p>Стабилизация в пределах 5% (в среднем 2,8% за период 1999 — 2013 гг.)</p>	<p>Основной показатель таргетирования — инфляция.</p> <p>Из показателей денежной массы таргетировался М3 (промежуточная цель); с 2001 г. подлежал мониторингу, с 2003 г. — публиковался исключительно в информационных целях.</p> <p>С 2002 г. состав М3 был изменен и с 2006 г. его название было заменено на «ликвидный агрегат финансовых институтов» — Lf.</p> <p>1998 г. — сентябрь 2000 г. допущено в рамках требований кредитного соглашения с МВФ таргетировался объем средств в резервах в пропорции от <i>необходимого роста</i> М3.</p> <p>Средства в резервах включали чистые международные резервы и чистые внутренние активы. Необходимый уровень М3 рассчитывался</p>

				<p>исходя из темпа роста ВВП, цели по инфляции и скорости оборота денежных средств<sup>5</sup>. Установилась верхняя и нижняя граница объема средств в резервах (до октября 1998 г. — также общая сумма резервных денег):</p> <p>— нижняя граница — минимальный уровень чистых международных резервов,</p> <p>— верхняя граница — минимальный уровень чистых внутренних активов (=резервные деньги — чистые международные резервы)</p>
		<p>отклонение ставки по ссудам до востребования (Call Rate) от базовой ставки ЦБ.</p> <p>Продолжается использование системы кредитов с суммарным ограниченным потолком (направлено на кредитование среднего и малого бизнеса).</p> <p>С 2000 г. — кредиты для коррекции ликвидности (Liquidity Adjustment Loans) (использовались редко), внутридневные овердрафты.</p> <p>С 2008 г. перереформированы в новый механизм — кредиты и депозиты для коррекции ликвидности (Liquidity Adjustment Loans and Deposits)</p>		

<sup>1</sup> IMF IFS, as of March 2014. Показатель «Consumer Prices, All Items, Percent Change over Corresponding Period of Previous Year».

<sup>2</sup> Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea / ed. by M. Kim. Hongjin CTP & Printing Co. Ltd., December 2012. P. 17.

<sup>3</sup> *Kuroyanagi M.* and others. Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy of Four Asian Countries: Japan, Korea, Indonesia, and the Philippines. Targets, Effectiveness and Results. Economic Research Institute / Economic Planning Agency, Tokyo, Japan. Keizai Bunseki (Economic Analysis). March 1996. № 45. P. 22.

<sup>4</sup> *Choo H. G. and Kurita T.* An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy // International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20. P. 268.

<sup>5</sup> Подход Европейского центрального банка.

### 3. Южная Корея

2. До достижения зрелости финансового рынка (до 1980-х гг.) использовались преимущественно *прямые инструменты ДКП*, несмотря на наличие косвенных.

3. В условиях неразвитого рынка государственных ценных бумаг (и финансового рынка в целом) в целях регулирования денежной массы использовались для проведения открытых операций на рынке ценных бумаг *облигации центрального банка* — стабилизационные облигации Банка Кореи (Monetary Stabilization Bond, MSB).

Цель — изъятие (абсорбция) избыточной ликвидности, возникающей в условиях экспортоориентированной экономики, политики предоставления в избыточных объемах дешевых государственных кредитов национальным компаниям. Начало выпуска — 1961 г., наиболее широко стали использоваться в 1980-е гг.

4. *Коррекция ДКП* в зависимости от изменения факторов, оказывающих определяющее влияние на инфляцию: монетарных (таргетирование денежной массы) или немонетарных (таргетирование инфляции).

Показатель денежной массы постепенно расширялся. Изначально — M1, затем кредиты национальной экономике в ЦБ (Domestic Credit Held in Central Bank) и M2 (с 1979 г.). Темп роста монетарных агрегатов устанавливался как промежуточная цель исходя из экономических переменных (фактических и прогнозируемых): рост производства, инфляция, ставка процента, изменение скорости денежного обращения. Контроль за объемом денежной массы означал контроль за краткосрочной ставкой процента.

Наблюдалась тесная взаимосвязь между показателями денежной массы и инфляцией. Ежегодный рост M2 снизился до 20% в начале 1980-х гг. с 30% в конце 1970-х гг.<sup>1</sup> — аналогичный тренд в показателях инфляции.

Поздний (1998 г.) по сравнению с другими странами (в основном — конец 1980-х гг., когда денежные агрегаты перестали оказывать определяющее влияние на инфляцию) отказ от таргетирования денежной массы. Причина — более длительное государственное регулирование процентной политики, медленное развитие финансовых инноваций<sup>2</sup>.

Таргетирование инфляции введено с апреля 1998 г. (через пять месяцев после девальвации корейской воны). Южная Корея

---

<sup>1</sup> См.: Choo H. G. and Kurita T. An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy. P. 268.

<sup>2</sup> См.: Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea / ed. by M. Kim. P. 13.



### 3.5. Денежно-кредитная и процентная политика

первая из восточных азиатских стран, использовавшая этот инструмент<sup>1</sup>.

5. С 1977 г. операции ДКП (часть из видов операций) распространяются *не только на кредитные, но и на иные финансовые организации* (компании по ценным бумагам — Securities Companies).

6. *Ограниченная независимость Центрального банка Кореи*. Ключевые решения в ДКП принимались согласованно с органами исполнительной власти (Министерством финансов), руководство и персонал ЦБ назначались правительством<sup>2</sup>.

С приходом к власти Пак Чон Хи законодательство о центральном банке было полностью изменено в целях снижения его независимости. Высшим органом стал Комитет по монетарной политике (Monetary Policy Committee), в составе которого преобладали государственные служащие. Комитет разрабатывал монетарную, кредитную и валютную политику, реализовывал монетарную и кредитную политику. Начиная с середины 1960-х гг. Банк Кореи проводил политику, направленную на максимальную помощь экономическому росту, с риском для стабильности цен. В 1980-х гг., несмотря на начало финансовой либерализации, Министерство финансов сохранило контроль за политикой ЦБ. С приходом к власти «демократических» президентов (конец 1980-х гг.) проводилась мягкая монетарная политика, направленная на стимулирование экономического роста, согласующаяся с политикой правительства. После принятия ключевых мер по либерализации финансового рынка в ходе финансового кризиса в 1997—1998 гг. ЦБ Кореи стал юридически независимым центральным банком<sup>3</sup>, но уровень его независимости ниже по сравнению с центральными банками других стран<sup>4</sup>.

В настоящее время базовая ставка принимается по результатам обсуждений в Комитете по монетарной политике, включающем представителей Банка Кореи и Министерства финансов<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: *Lahiani A., Aleem A. Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through: Some Evidence from Emerging Countries / Canadian Economic Association. Calgary, 2012.*

<sup>2</sup> См.: *Симолия Н. А. Уроки китайских и южнокорейских реформ // Свободная мысль. 1996. № 9.*

<sup>3</sup> См.: *The Bank of Korea: A History of Fifty Years / ed. Chung Myung-Chang. Seoul : Bank of Korea, 2000.*

<sup>4</sup> 65-й из 89 (1-е место — самый высокий уровень независимости). См.: *Dincer N., Eichengreen B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures / BOK Working Paper No. 2013—21 (2013.09). P. 22—24.*

<sup>5</sup> The Bank of Korea. <http://www.bok.or.kr>.

### 3. Южная Корея

7. Снижение глубины кризиса 2008—2009 гг. благодаря использованию *контрциклических инструментов ДКП*.

Основная ставка (Policy Rate) применялась как контрциклический механизм для достижения стабильности цен и производства. Для снижения системных рисков на рынке недвижимости и потребительского кредитования устанавливались ограничения на коэффициенты «Кредит / Залог» («Loan-To-Value») (с сентября 2002 г.) и «Долг/Доход» («Debt-To-Income») (с августа 2005 г.) в отношении ипотечного кредитования. В результате была снижена волатильность цен на рынке жилой недвижимости, ограничены спекулятивные стимулы, обеспечена надежность финансовых институтов благодаря низкому уровню дефолтов по потребительским ипотечным ссудам. Но указанные меры в меньшей степени способствовали снижению потребительского долга<sup>1</sup>.

8. До либерализации финансового рынка участие Центрального банка в реальном кредитовании экономики (в том числе рacionamento кредитов, направление их в приоритетные отрасли). Высокая роль государственных финансовых институтов в кредитовании (Корейский банк развития и др.).

9. В период 2000-х гг. большое внимание уделялось контролю за системными рисками в экономике, предпринимались меры по снижению надбавки за риск в структуре процентной ставки, снижению спекулятивных тенденций на рынке<sup>2</sup>.

10. В определенные периоды низкая эффективность государственной денежно-кредитной политики в связи с наличием нерегулируемого финансового рынка (в 1960—1970-е гг. — неофициальный финансовый рынок, 1980-е гг. — небанковский финансовый рынок, находящийся под контролем Министерства финансов, а не Центрального банка<sup>3</sup>).

---

<sup>1</sup> См.: The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies — Background Paper / Approved by J. Brockmeijer. IMF. December 27, 2012. P. 46.

<sup>2</sup> Соотношение макропруденциальной (контроль премии на риск) и монетарной политики (контроль безрисковой ставки) в пользу первой. См.: The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. IMF Policy Paper, 2012. P. 3.

<sup>3</sup> См.: *Kuroyanagi M. and others. Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy of Four Asian Countries: Japan, Korea, Indonesia, and the Philippines. Targets, Effectiveness and Results / Economic Research Institute, Economic Planning Agency, Tokyo, Japan. Keizai Bunseki (Economic Analysis). March 1996. N 45. P. 25.*

### Процентная политика

Основные черты процентной политики:

1. *Ограничения на процентные ставки* в течение всего периода модернизации

С 1962 г. действовал Закон об ограничении процента (Interest Restriction Act). С середины 1980-х гг. запущен процесс либерализации<sup>1</sup>. С декабря 1988 г. либерализовано большинство кредитных ставок, ставок по долгосрочным и сберегательным депозитам, но в результате ухудшения экономической ситуации восстановлены ограничения во второй половине 1989 г. С 1991 г. заново запущен четырехэтапный процесс либерализации<sup>2</sup>. На первом этапе были либерализованы краткосрочные процентные ставки по кредитам, на втором этапе — оставшиеся ставки по кредитам, на третьем этапе — долгосрочные ставки по депозитам, на финальной стадии — оставшиеся ставки по депозитам (к 1997 г.) Процесс либерализации ускорился в 1997 г. в соответствии с условиями предоставления кредитов МВФ и завершился в феврале 2004 г. В июне 2007 г. Закон об ограничении процента был введен заново, через четыре года в него внесены изменения (29 июня 2011 г.), так как был неэффективен<sup>3</sup>.

2. Сосуществование двух рынков процентных ставок: процентные ставки по кредитам, предоставляемым государственными организациями (Policy Loans), и реальные процентные ставки (негосударственный, неофициальный финансовый рынок — «Curb Market», в конце 1960-х — половина организованного<sup>4</sup>).

Неофициальный финансовый рынок существовал с начала 1960-х гг. до 1982 г. как результат политики низкой официальной процентной ставки, что сдерживало развитие финансовых институтов как перераспределителей средств в экономике. Небольшой период существования государственной политики, направленной

---

<sup>1</sup> См.: Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea / ed. by M. Kim. P. 55.

<sup>2</sup> <http://www.fsc.go.kr/> — Financial Services Commission (Introduction / Chronology of the Korean Financial Industry).

<sup>3</sup> См.: Yun S.-d. Historical Review of Interest Regulation and the Direction of Amended Interest Restriction Act // Law Review. 2011. Vol. 44. P. 127—150 (in Korean, Abstract in English).

<sup>4</sup> См.: Song D.-H. The Role of the Public Enterprise in the Korean Economy / Industrial Development Policies and Issues; ed. by K.-U. Lee. Seoul : Korea Development Institute, 1988. P. 52—67. Цит. по: Becker D. J. Modernization and Development: An Empirical Study of South Korea and Brazil // Honors Projects. 1991. Paper 4.

### 3. Южная Корея

на стимулирование привлечения банками внутренних средств в форме депозитов, — середина 1960-х гг. (повышение официальной реальной процентной ставки), конец 1960-х гг. (стимулирование роста срочных депозитов). Разрыв между ставками превышал 25%, но в течение 1970—1990-х гг. постепенно сокращался (табл. 3.11).

Таблица 3.11. Ставки на регулируемом и нерегулируемом рынках в Корее, %

Год	Ставка кредита банков («General Bank Loan»)	Ставка нерегулируемого рынка («Curb Rate»)	Разница в ставках
	(1)	(2)	(3) = (2) — (1)
1970	24	49,8	25,8
1975	15,5	41,3	25,8
1976	16,5	40,5	24
1977	17,3	38,1	20,8
1978	17,7	41,2	23,5
1979	19	42,4	23,4
1980	23,4	44,9	21,5
1981	19,8	35,3	15,5
1982	12,5	30,6	18,1
1983	10	25,8	15,8
1984	10,6	24,8	14,2
1985	11,5	24	12,5
1986	11,5	23,1	11,6
1987	11,5	23	11,5
1988	11,5	22,7	11,2
1989	11,5	19,1	7,6
1990	11,5	18,7	7,2

Источник: *Nam S.-W. Korea's Financial Reform since the Early 1980s / KDI Working Paper No. 9207. 1992. P. 14.*

Только в результате либерализации финансового рынка с 1982 г. началось развитие рынка коммерческого кредитования: в

### 3.5. Денежно-кредитная и процентная политика

1982 г. было официально объявлено о прекращении практики выдачи преференциальных кредитов, но на практике их выдача продолжалась вплоть до 1988 г.<sup>1</sup>

3. В период модернизации (до начала финансовой либерализации) отрицательная реальная процентная ставка по государственным кредитам (как результат высоких темпов инфляции); недостаток внутренних сбережений как результат низкого уровня доверия к финансовой системе, низкого уровня личных сбережений.

5. В условиях неразвитого фондового рынка капитал привлекался преимущественно в долговой форме, в форме кредитов. Результатом был высокий уровень задолженности корейских предприятий в ходе реформ Пак Чон Хи: до 1967 г. коэффициент «долг/капитал» — менее 100%, 1967 г. — 151%, после 1968 г. — более 200%<sup>2</sup>. Возрастал риск банкротства корейских предприятий в случае ухудшения финансовых условий, экономической рецессии.

Пример — *финансовый (долговой) кризис 1969—1972 гг.* Указанный период характеризовался:

— быстрым ростом внешнего долга перед кризисом (отношение внешнего долга к ВВП возросло с 11% в 1966 г. до 27% в 1969 г.<sup>3</sup>) и оттоком зарубежного капитала с его началом (одна из причин оттока зарубежного капитала — снижение военного присутствия США в Корее и падение в связи с этим инвестиционной привлекательности страны для многонациональных корпораций; в начале кризиса 25% импорта финансировалось за счет внешних ссуд)<sup>4</sup>; ростом требований национальных банков погашения кредитов в иностранной валюте и нежеланием их пролонгации. Крупнейшие промышленные компании были не в состоянии расплатиться по кредитам в иностранной валюте, выданные под государственную гарантию, а государственные меры по их поддержке привели к угрозе банкротства по внешнему государственному долгу;

---

<sup>1</sup> См.: *Kuroyanagi M. and others. Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy of Four Asian Countries...* P. 24—25.

<sup>2</sup> См.: *Developmental Dictatorship and the Park Chung-Hee Era: the Shaping of Modernity in the Republic of Korea / ed. by B.-C. Lee. Paramus, NJ : Homo & Sekey Books, 2005. P. 118.* Для чеболей (крупных холдингов).

<sup>3</sup> См.: *Collins S. South Korea's Experience with External Debt / NBER Working Paper No. 2598. Cambridge. 1988. Table 1.*

<sup>4</sup> См.: *The Park Chung Hee Era: The Transformation of South Korea / ed. by B.-k. Kim and E. F. Vogel. Harvard University Press, 2011. P. 248.*

### 3. Южная Корея

— ростом инфляции (сочетался со значительным ростом зарплат во второй половине 1960-х гг.);

— снижением конкурентоспособности и экспортного потенциала Кореи: медленные темпы девальвации национальной валюты в условиях роста внутренних цен (1966—1970 гг.), привязки курса воны к переоцененному доллару США<sup>1</sup>; введение США в 1971 г. 10%-ного налога на импорт в ходе отмены золотого стандарта<sup>2</sup> (США в то время — крупнейший торговый партнер Кореи, в 1969 г. 40% экспорта Кореи приходилось на США<sup>3</sup>);

— дефицитом текущего счета платежного баланса, экономической рецессией.

Разрешение кризиса:

— ускоренная девальвация национальной валюты (июнь 1971 г. — июнь 1972 г.);

— кредиты МВФ на условиях ограничения притока краткосрочного иностранного капитала, девальвации национальной валюты, отказ от экспансионистской монетарной политики и сокращение дефицита бюджета (Stand-by Loan Agreement 1968 г., его обновление в 1969 г.);

— финансовая политика в рамках Декрета о срочных мерах по экономической стабильности и росту (Emergency Decree on Economic Stability and Growth) (август 1972 г.);

— временное замораживание платежей (выплаты основной суммы и процентов) по так называемым ростовщическим кредитам (крупных заемщиков в целях снижения кредитной нагрузки на компании (чеболи) и погашения внешних долгов);

---

<sup>1</sup> Бреттон-Вудской валютной системой было установлено фиксированное золотое содержание в долларе США (35 долларов за одну унцию). Но в 1960-х гг. переизбыток предложения долларов США в связи с большими объемами зарубежной помощи, военными расходами, зарубежными инвестициями поставил под угрозу способность США обменять выпущенные доллары на золото по официальному курсу, т.е. доллар был переоценен. Источник: U. S. Department of the State, Office of the Historian (<https://history.state.gov>). Article: Nixon and the End of the Bretton Woods System, 1971—1973.

<sup>2</sup> 15 августа 1971 г. Президент США Ричард Никсон прекратил обмен долларов на золото и ввел 10%-ный налог на всю импортную продукцию в США в целях заставить другие страны девальвировать их валюты к доллару. Четыре месяца спустя импортная пошлина была отменена после Смитсоновского соглашения в декабре 1971 г., что в дальнейшем привело к установлению нового валютного режима, основанного на плавающих валютных курсах. См.: *Irwin D. A. The Nixon Shock after Forty Years: the Import Surcharge Revisited // World Trade Review. 2013. No. 12.*

<sup>3</sup> См.: *The Park Chung Hee Era... / ed. by V.-k. Kim and E. F. Vogel. P. 248. 40% импорта приходилось на Японию (в основном импорт оборудования) в связи с высоким уровнем производственной интеграции стран.*

### 3.6. Валютная политика

— значительные вливания государственных средств в форме государственных кредитов (Policy Loans): конвертация краткосрочных банковских кредитов в низкопроцентные долгосрочные кредиты (выпуск государственных облигаций и создание государственного фонда для финансирования промышленных программ).

### 3.6. Валютная политика

Как вся экономическая политика, валютная политика длительное время была директивной, с фиксацией валютного курса и последующим изначально плавным, а затем резким, ускоренным последствиями азиатского кризиса 1997 г., переходом к свободному плавающему валютному курсу (табл. 3.12).

Таблица 3.12. Валютная политика

Этап	Характеристика валютного режима	Валютный режим	Изменение валютного курса
До мая 1964 г.	1) <i>Фиксированный курс</i> к доллару США (менялся раз в 1—4 года)		
Май 1964 г. — 1980 г. (за исключением 1975—1979 гг., периода фиксированного валютного курса)	2) <i>Курс, привязанный к одной валюте</i> , — доллару США (Single Currency Peg System). Введены валютные сертификаты (Foreign Exchange Certificates), выпускаемые Центральным банком Кореи, которые можно было свободно продавать на рынке (Fluctuating Certificate Rate System) Первоначально базовый курс — 255 вон за доллар США. Правительство устанавливало нижнюю границу на обменный курс воны и не позволяло коммерческим банкам продавать валютные сертификаты ниже этого уровня. 1975 г. Центральному банку Министерством финансов предоставлены дополнительные права по одобрению сделок с иностранной валютой	Унифицированная система плавающего валютного курса (Unified Floating Exchange Rate System)	Реальный (эффективный) обменный курс последовательно укреплялся, что привело к снижению конкурентоспособности экспорта. Проведено несколько номинальных девальваций (1971 г., 1974 г., 1980 г.) <sup>1</sup>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.12

Этап	Характеристика валютного режима	Валютный режим	Изменение валютного курса
Февраль 1980 г. — март 1990 г.	3) <i>Управляемый режим плавающего валютного курса</i> Курс, привязанный к корзине валют. Курс привязан к СДР и комбинации из корзины валют (Multiple Currency Basket Peg) крупнейших торговых партнеров Кореи (состав весов валют не раскрывался, при установлении курса также учитывались иные факторы). Отмена валютных сертификатов	Плавающий эффективный валютный курс (Floating Effective Rate)	По окончании кризиса начала 1980-х гг. до 1997 г. — стабильное значение курса (среднее изменение за период 1982—1996 гг. — 1,3%)
Март 1990 г. — декабрь 1997 г.	Замена плавающего эффективного курса рыночным средним курсом (Market Average Rate — MAR), который устанавливался на межбанковском рынке на Валютной бирже Сеула (Seoul Foreign Exchange Market). Рыночный средний курс основывался на взвешенных средних курсах спотовых сделок корейской воны к доллару США. Сделки на спотовом рынке разрешалось совершать в пределах $\pm 0,4\%$ отклонения от MAR (в дальнейшем последовательное расширение границ до 2,25% в 1995 г., в ноябре 1997 г. границы расширены до 10%). Курсы других валют устанавливались относительно курса доллара к этим валютам на международном валютном рынке. Сделки на спотовом рынке разрешалось совершать в пределах $\pm 0,8\%$ отклонения от установленного курса	Валютная система со средним рыночным курсом («Market Average Rate» System)	Осень 1997 г. — резкое обесценивание корейской воны
С декабря 1997 г. по 2008 г.	4) <i>Свободный плавающий курс</i> на основе спроса и предложения. По результатам кризиса — создание Валютного стабилизационного фонда (Foreign Exchange Stabilization Fund). Средства фонда инвести-	Свободный плавающий валютный курс	Посткризисные колебания валютного курса соответствовали значениям периода 1980-х — середины



### 3.6. Валютная политика

Окончание табл. 3.12

Этап	Характеристика валютного режима	Валютный режим	Изменение валютного курса
	руются в надежные активы (такие как казначейские бумаги США), привлекаются в результате выпуска государственных ценных бумаг <sup>2</sup>		1990-х гг.) — среднее изменение за период 1999—2013 гг. — 1,2%
Кризис 2008 г. 2009—2013 гг.	<p>Рост ставки рефинансирования (Policy Rate) в условиях открытого счета капитала привел к росту краткосрочных обязательств в иностранной валюте в результате операций керри-трейд (заимствование по более низкой зарубежной процентной ставке и инвестирование по более высокой национальной процентной ставке) и притоку иностранного краткосрочного капитала<sup>3</sup>.</p> <p>Центральный банк не препятствовал обесценению курса национальной валюты.</p> <p>Для борьбы с кризисными явлениями — макропруденциальные меры: лимиты на позиции банков по производным в иностранной валюте (июнь 2010 г., июль 2011 г.), стабилизационный сбор в отношении основных обязательств в иностранной валюте (август 2011 г.)</p>		

<sup>1</sup> Nam S.-W., Kim S.-J. Evaluation of Korea's Exchange Rate Policy / Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues. NBER-EASE Vol. 7; ed. by T. Ito and A. O. Krueger. University of Chicago Press. 1991. P. 235.

<sup>2</sup> Losses from Currency Stabilization Fund Top 20 Tril. Won. The Korea Times. 2012.07.11. [http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2014/03/123\\_114888.html](http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2014/03/123_114888.html).

<sup>3</sup> The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies — Background Paper / Approved by J. Brockmeijer. IMF, December 27, 2012. P. 50.

Источники:

Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries. Korea. The Chinese University of Hong Kong. 2000;

IMF IFS (курсы валюты).

### 3. Южная Корея

#### **Международные резервы**

До азиатского кризиса 1997—1998 гг. объем международных резервов был минимален. С 1998 г. в целях снижения подверженности внешним экономическим шокам в условиях открытого счета последовательно происходило увеличение объема международных резервов на 1,5—2% в год. С 2003 г. их объем стабилизировался (в размере около четверти ВВП). В посткризисный период (с 1999 г.) международные резервы не использовались для регулирования валютного курса. Воздействие на валютный рынок осуществлялось через интервенции нескольких государственных банков, использовавших своих валютные активы, которые не включаются в состав международных резервов Южной Кореи<sup>1</sup>. (табл. 3.13).

Таблица 3.13. **Международные резервы в Корее, 1963—2013 гг.**

Годы	Международные резервы / ВВП, %
1963—1997	5,0*
1997	3,8
1998	14,5
1999	16,0
2000	18,0
2001	20,4
2002	21,1
1998—2002	18,0*
2003—2013	26,7*

\* Среднегодовое значение.

Источники: Международные резервы — «Official Reserve Assets, US Dollars», IMF IFS, as of March 2014; ВВП — «GDP (Current US\$)», World Bank Database, as of April 2014.

В ходе кризиса 2008 г. международные резервы не выступали исключительным источником финансовых ресурсов. В целях со-

<sup>1</sup> См.: *Dooley M., Dornbusch R., Park Y. Ch. A Framework for Exchange Rate Policy in Korea / Korean Crisis and Recovery*; D. T. Coe and S.-J. Kim, eds.; International Monetary Fund, Korea Institute for International Economic Policy. Washington, D.C., 2002. P. 21.

### 3.7. Развитие финансового рынка

блюдения предельного установленного уровня резервов были также дополнительно привлечены средства на своп-линии с Казначейством США<sup>1</sup>.

### 3.7. Развитие финансового рынка

#### Система регулирования финансового рынка

По мере развития финансового рынка Кореи усложнялась структура финансовых органов, функции Министерства финансов (и экономики) последовательно передавались другим регуляторам финансового рынка. В ходе последней структурной реформы системы регулирования в 1998 г. был создан мегарегулятор финансового рынка — Комиссия по финансовым услугам (Financial Services Commission) (табл. 3.14).

Таблица 3.14. Этапы развития регулирования финансового рынка в Корее

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
1961—1979 гг.	<p><i>Принятие основополагающих правовых актов по регулированию финансового рынка</i></p> <p><i>Консолидация финансовых и бюджетных полномочий в Министерстве финансов. Высокий уровень контроля и интервенции на официальном финансовом рынке, сосуществование крупного сегмента нерегулируемого неофициального финансового рынка<sup>1</sup>.</i></p> <p>1961 г. — создан Экономический совет по планированию (Economic Planning Board) в результате переименования Администрации по планированию (Planning Administration). Функции: обеспечение государственных внешних займов, составление государственного бюджета и планов экономи-</p>	<p>— Закон о трастовом бизнесе (Trust Business Act), 1961 г.;</p> <p>— Закон о ценных бумагах и биржах<sup>2</sup> и Закон о страховании (Insurance Business Act), 1962 г.;</p> <p>— Закон о содействии развитию фондового рынка, 1968 г.<sup>3</sup>;</p> <p>— Закон об инвестиционных трастовых компаниях, 1969 г.<sup>4</sup>;</p> <p>— Закон о взаимных сберегательных и финансовых компаниях<sup>5</sup>, Закон о кредитных союзах (Act on Credit Unions), Закон о краткосрочном финансировании (Act on Short-Term Finance), Закон по стимулированию публичного размещения корпораций (Public Corporation Inducement Act), 1972 г.</p>

<sup>1</sup> См.: *Dominguez K. M. E. and Hashimoto Y. and Ito T. International Reserves and the Global Financial Crisis / NBER Working Paper No. w17362. August 2011. P. 2.*

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.14

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
	<p>ческого развития (последняя только с 1961 г.).</p> <p>Функции Министерства финансов: налогообложение (разработка политики, стандартов и процедур), казначейские операции, регулирование финансового рынка, денежное обращение и валютная политика.</p> <p>С середины 1970-х гг. — создание законодательства для регулирования небанковских финансовых организаций (взаимные сберегательные и финансовые компании, кредитные союзы, торговые банки)</p>	<p>— Закон о фонде кредитных гарантий (Act on Credit Guarantee Fund), 1974 г.;</p> <p>— Закон о торговых банковских корпорациях (Act on Merchant Banking Corporations), 1975 г.</p>
	<p>1977 г. — создание Комиссии по ценным бумагам и биржам и Совета по надзору за рынком ценных бумаг (Securities Supervisory Board) (Закон о ценных бумагах и биржах 1977 г.), которым были переданы функции Министерства финансов по регулированию финансового рынка</p>	<p>— Новая версия Закона о ценных бумагах и биржах, 1976 г.</p>
<p>1980-е — 1992 г.</p>	<p><i>Создание более справедливого финансового рынка, распространение государственного регулирования на новые финансовые продукты</i></p>	<p>— На финансовый бизнес распространено действие Закона об антимонопольном регулировании и честных торговых практиках (Monopoly Regulation &amp; Fair Trade Act) (с 1980 г.);</p> <p>— Закон о раскрытии реальных имен лиц, осуществляющих финансовые операции, и о гарантиях конфиденциальности (Act on Real Name Financial Transactions and Guarantee of Secrecy), 1982 г. (правовые нормы, позволяющие закону вступить в силу, были приняты только 1 января 1986 г.;</p>

### 3.7. Развитие финансового рынка

Продолжение табл. 3.14

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
		<p>в 1993 г. отменен в связи с принятием более строгих норм Президентского декрета, нормы нормативных актов реально начали действовать только с 1993 г.<sup>6</sup>);</p> <p>— Закон о финансовой поддержке новых технологий (Act on Financial Support for New Technologies), 1986 г.;</p> <p>— Закон о кредитных картах (Credit Card Business Act), 1987 г. (отменен в 1997 г.);</p> <p>Закон о слияниях и поглощениях финансовых институтов<sup>7</sup>, 1991 г.</p>
1993 — 1997 гг.	<p>Полностью внедрена политика по раскрытию реальных имен лиц, осуществляющих финансовые операции (1993 г.)</p> <p><i>Неудачная попытка объединения в рамках единого ведомства функций по управлению бюджетом и экономикой и финансовых функций.</i></p> <p>Финансовая реформа в соответствии с пятилетним планом экономического развития 1993 г.</p> <p>Создано Министерство финансов и экономики в результате объединения Министерства финансов и Экономического совета по планированию (Economic Planning Board), 1994 г.</p> <p>В результате финансового кризиса для снижения сверхконцентрации полномочий в 1998 г. Министерство финансов и экономики опять разделено на 2 министерства: Министерство финансов и экономики и Министерство планирования и бюджета.</p>	<p>— Закон об использовании и защите кредитной информации<sup>8</sup>, Закон о защите вкладчиков<sup>9</sup>, Закон о торговле фьючерсами<sup>10</sup>, 1995 г.;</p> <p>— Закон о финансовых операциях с реальными названиями и о гарантиях конфиденциальности<sup>11</sup>, 1997 г.;</p> <p>— Закон о структурных изменениях финансовой отрасли, 1997 г. (вместо Закона о слияниях и поглощениях финансовых институтов)</p>

### 3. Южная Корея

Продолжение табл. 3.14

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
	<p>Внедрено гарантирование депозитов (1997 г.), законодательство для создания компаний по фьючерсным сделкам (Futures Companies) (с 1996 г.).</p>	
<p>1998 — 2006 гг.</p>	<p>1998 г. — первая фаза банковской реструктуризации.</p> <p><i>Сближение финансовой и монетарной политики:</i> глава Комитета по монетарной политике Министерства финансов — глава Центрального банка Кореи (1998 г.)</p> <p><i>Передача функций Министерства финансов и экономики другим регулирующим органам, создание мегарегулятора.</i></p> <p><i>Либерализация регулирования в области финансовых услуг.</i></p> <p>С начала 1998 г. в связи со сверхконцентрацией полномочий передача части функций Министерства финансов и экономики в другие министерства: полномочия в области бюджета — Национальной бюджетной администрации — National Budget Administration; полномочия в области торговых отношений — Министерству иностранных дел и торговли; финансовый надзор — Комиссии по финансовым рынкам (Financial Supervisory Commission). Комиссия по финансовым рынкам стала мегарегулятором финансового рынка<sup>16</sup>.</p> <p>В январе 1999 г. создан исполнительный орган Комиссии по финансовым рынкам — Служба финансового надзора (Financial Supervisory Service) на основе объединения Банковского над-</p>	<p>Закон о содействии иностранным инвестициям<sup>12</sup>; Закон о секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных активами<sup>13</sup>, Закон об инвестиционных компаниях по ценным бумагам<sup>14</sup>, 1998 г.;</p> <p>— Закон о реструктуризации инвестиционных компаний (Corporate Restructuring Investment Companies Act), Закон о финансовых холдинговых компаниях (Financial Holding Companies Act), Закон об управлении государственными фондами<sup>15</sup>, 2000 г.;</p> <p>— Закон о деятельности по косвенному инвестированию и управлению активами<sup>18</sup>, 2003 г. (действовал с 2004 г.);</p> <p>— Закон о Жилищной финансовой корпорации Кореи<sup>19</sup>, 2003 г.;</p> <p>— Закон о фондовой и фьючерсной бирже, 2004 г.<sup>20</sup>;</p> <p>— Закон о коллективных исках в отношении ценных бумаг (Act on Class Action Suit Relating to Securities), вступил в действие с 1 января 2005 г.</p>

### 3.7. Развитие финансового рынка

Продолжение табл. 3.14

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
	<p>зорного агентства (Banking Supervisory Authority), Совета по надзору за рынком ценных бумаг, Совета по надзору за страховым рынком (Insurance Supervisory Board), Небанковской депозитной страховой корпорации (Non-bank Deposit Insurance Corporation).</p> <p>Функции Комиссии по финансовым рынкам — обсуждение и принятие актов в части финансового регулирования (в частности, надзор и лицензирование), Службы финансового надзора — практическое внедрение актов Комиссии, проверки и надзор за финансовыми институтами. Частично ограниченные надзорные функции сохранены у Центрального банка Кореи (Bank of Korea) и Корпорации по страхованию вкладов Кореи (Korea Deposit Insurance Corporation) (в частности, запросы на проведение проверок, совместные проверки со Службой финансового надзора)<sup>17</sup>.</p> <p>1999 г. — создание Министерства планирования и бюджета (Ministry of Planning and Budget, MPB) на основе объединения Комитета по планированию и бюджету и Национальной бюджетной администрации.</p> <p>Введена система справедливого раскрытия информации (2002 г.), система страхования вкладов (2003 г.), смягчены требования к созданию финансовых организаций (страховых компаний, компаний по ценным бумагам), требования к деятельности управляю-</p>	

### 3. Южная Корея

Окончание табл. 3.14

Годы	Характеристика этапа	Основные правовые акты в финансовой сфере
	щих активами (2004 г.); частично внедрена система коллективных исков в отношении ценных бумаг (2005 г.)	
2007—2014	<p><i>Функциональное усиление Комиссии — передача ей части функций Министерства финансов. Повторное объединение функций экономического планирования (развития) и финансовых функций в рамках единого ведомства.</i></p> <p><i>Распространение регулирования на новые виды финансовых инноваций.</i></p> <p>В 2008 г. Комиссия по финансовым рынкам (Financial Supervisory Commission) преобразована в Комиссию по финансовым услугам (Financial Services Commission) (в ходе реорганизации Комиссии передана части функций от Министерства финансов и экономики по регулированию финансового рынка).</p> <p>2008 г. — создано Министерство стратегии и финансов на основе объединения Министерства финансов и экономики и Министерства планирования и бюджета</p>	<p>2007—2009 г. — консолидация основных нормативных правовых актов (Закон о ценных бумагах и биржах, Закон о торговле фьючерсами, Закон о деятельности по косвенному инвестированию и управлению активами, Закон о трастовом бизнесе, Закон о торговых банковских корпорациях, Закон о фондовой и фьючерсной бирже) по фондовому рынку в единый закон — Закон о финансовых инвестиционных услугах и фондовом рынке (далее — Закон о рынке капитала 2007 г.)<sup>21</sup>.</p> <p>Апрель 2013 г. — изменения в Закон о финансовых инвестиционных услугах на фондовом рынке в части инвестиционного банкинга, альтернативных торговых систем и др.</p>

<sup>1</sup> Kuroyanagi M. and others. Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy of Four Asian Countries: Japan, Korea, Indonesia, and the Philippines. Targets, Effectiveness and Results / Economic Research Institute, Economic Planning Agency, Tokyo, Japan. Keizai Bunseki (Economic Analysis). March 1996. № 45. P. 24.

<sup>2</sup> Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972. В 1976 г. был принят заново с новым содержанием.

<sup>3</sup> Capital Market Promotion Act of Nov. 22, 1968, Law No. 2046.

<sup>4</sup> Securities Investment Trust Business Act of Aug. 4, 1969, Law No. 2129.

<sup>5</sup> Act on Mutual Savings & Finance Companies No. 2333, Aug. 2, 1972. В марте 2001 г. название Закона изменено на Mutual Savings Banks Act.

<sup>6</sup> Experiences and Methodology of Korea's Anti-Money Laundering System Deployment and Development / Samil PricewaterhouseCoopers. Supervised by Financial Services



### 3.7. Развитие финансового рынка

Commission, Republic of Korea. Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea. 2013. P. 44.

<sup>7</sup> Act on Merger and Transformation of Financial Institutions/ Act on the Structural Improvement of the Financial Industry No. 4341, March 8, 1991 (вступил в силу).

<sup>8</sup> Use & Protection of Credit Information Act No. 4866, Jan. 5, 1995.

<sup>9</sup> Depositor Protection Act No. 5042, Dec. 29, 1995.

<sup>10</sup> Futures Trading Act No. 5041, December 29, 1995.

<sup>11</sup> Act on Real Name Financial Transactions & Guarantee of Secrecy No. 5493, Dec. 31, 1997.

<sup>12</sup> Foreign Investment Promotion Act No. 5559, September 16, 1998.

<sup>13</sup> Asset-Backed Securities Act No. 5555, Sep. 16, 1998.

<sup>14</sup> Securities Investment Company Act No. 5557, Sept. 16, 1998.

<sup>15</sup> Special Act on Public Fund Management Act No. 6281, Dec. 20, 2000. Закон посвящен государственным фондам, средства которых могут быть использованы при реструктуризации финансовых компаний (Фонд для погашения депозитных сберегательных облигаций, Страховой фонд вкладчиков, Фонд управления убыточными активами, Фонд корпоративной реструктуризации и др.)

<sup>16</sup> Act on the Establishment, etc. of Financial Supervisory Organizations.

<sup>17</sup> The Bank of Korea (<http://eng.bok.or.kr>, Раздел Financial Stability/ Financial Infrastructure).

<sup>18</sup> Indirect Investment Asset Management Business Act No. 6987, Oct. 4, 2003. Направлен на стимулирование отрасли коллективных инвестиций.

<sup>19</sup> Korea Housing Finance Corporation Act No. 7030, Dec. 31, 2003.

<sup>20</sup> Korea Securities and Futures Exchange Act. Act No. 7112, Jan. 29, 2004.

<sup>21</sup> Financial Investment Business and Capital Markets Act No. 8635, Aug. 3, 2007, вступил в силу в феврале 2009 г.

Источники:

<http://www.fsc.go.kr/> (Financial Services Commission of Korea);

<http://english.mosf.go.kr/> (Ministry of Strategy and Finance of Korea);

<http://eng.bok.or.kr/> (The Bank of Korea);

<http://koreanlii.or.kr/> (Korean Law via the Internet);

Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

#### Особенности

1. В период «военных» президентов (1961—1993 гг.) осуществлялся жесткий контроль за финансовым рынком, для которого были характерны преобладание государственной собственности на финансовые институты, высокая доля государственных ресурсов, директивные требования в отношении направлений размещения средств финансовыми институтами. Результат — *высокий уровень бюрократизма* как при распределении финансовых ресурсов, так и при контроле за финансовым рынком.

### 3. Южная Корея

2. На первых этапах происходило объединение бюджетных и финансовых функций в одном государственном органе, денежно-кредитная политика была подчинена экономической политике.

3. Существовало *саморегулирование* — требование к коммерческим организациям в обязательном порядке объединяться в ассоциации. Благодаря этому нормативные акты быстрее доходили от министерства до организаций<sup>1</sup>.

4. Особенности корпоративной структуры южнокорейского рынка — *концентрация собственности*, наличие конгломератов — *чеболи*.

Семьи, руководящие чеболями, номинально владеют менее 50% капитала отдельных компаний, но имеют почти полный контроль над деятельностью совокупной группы.

После кризиса 1998 г. государственная политика направлена на реструктуризацию чеболей. Причины: неэффективность деятельности, выявленная во время кризиса; слабый уровень защиты прав миноритарных акционеров (внешних акционеров), неэффективное финансирование, злоупотребления и коррупция инсайдеров<sup>2</sup>.

Меры по развитию корпоративного управления, предпринятые по результатам кризиса<sup>3</sup>:

— стимулирование преобразования чеболей в холдинги (в целях обеспечения большей прозрачности их деятельности);

— издание рекомендаций по корпоративному управлению — Кодекса лучших практик корпоративного управления;

— введение института независимых директоров (в стадии формирования), введение требования к компаниям, имеющим листинг, наличия не менее четверти независимых членов в совете директоров; создание аудиторских комитетов при советах директоров;

— уменьшение препятствий для осуществления миноритарными акционерами своих прав (по смене директоров и аудиторов, созыву общего собрания акционеров, доступу к финансовой отчетности организации, введено право кумулятивного голосования, снижен/устранен минимальный уровень владения);

— улучшение стандартов отчетности и аудита, приведение их в соответствие с международными. Создана независимая организация,

---

<sup>1</sup> См.: *Cho H.* Economic Development of South Korea under Park Chung Hee (1961—1979) / Presentation. Edmonds-Woodway High School, 2011. P. 9.

<sup>2</sup> См.: Republic of Korea: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF. March 19, 2003. P. 32.

<sup>3</sup> Ibid. P. 32, 61—62.

### 3.7. Развитие финансового рынка

разрабатывающая стандарты (KASB); введение требования к публикации ежеквартальных отчетов компаниями, прошедшими листинг<sup>1</sup>.

#### Участники финансового рынка, участие в них государства

##### **Банковская система**

Для Кореи характерен динамизм структуры банковской системы — чередование периодов национализации и приватизации банков, постепенная либерализация политики выдачи кредитов и снижение роли административного ресурса на кредитном рынке (табл. 3.15).

Таблица 3.15. **Этапы развития банковского сектора в Корее**

Годы	Характеристика этапа
1961—1979 гг.	Национализация коммерческих банков (после военного переворота и прихода к власти Пак Чон Хи), создание специализированных банков (банков развития). Высокая степень присутствия государственного сектора, в особенности на финансовом рынке. Участие в капитале финансового сектора осуществлялось через специализированные банки, а также коммерческие банки, небанковские финансовые организации. Очень осторожная политика в отношении открытия филиалов иностранных банков. Первое отделение иностранного банка открыто в 1967 г., но до начала либерализации финансового рынка развитие неактивно
1980—1997 гг.	Приватизация коммерческих банков (в особенности 1981—1983 гг.), части специализированных банков. Были снижены барьеры для учреждения новых банков, отменены кредитные лимиты для отдельных банков, снижены объемы директивного кредитования избранных отраслей промышленности, введены новые требования к кредитным операциям банков (лимиты на кредиты чеболям, лимиты на участие банков в капитале нефинансовых организаций). В связи с проблемами в банковской системе (в первую очередь накопление проблемных кредитов) в середине 1980-х гг. процесс реформирования банковского сектора был приостановлен
1997—2014 гг.	В результате азиатского финансового кризиса 1997—1998 гг. значительно сократилось число финансовых институтов, в том числе банков (банкротства, ликвидации и т.п. финансовых институтов, ведущих рисковую финансовую политику). Так, с конца

<sup>1</sup> См.: Republic of Korea: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF, March 19, 2003. P. 32, 61—62.

Годы	Характеристика этапа
	1997 г. по июнь 2005 г. число банков уменьшилось с 33 до 19. Также произошла реструктуризация банковского сектора, по результатам которой возросла доля участия государства в капитале банков. До кризиса государство участвовало в капитале только трех банков, после кризиса — 15 (преимущественное владение либо совместное владение с частными инвесторами). В 2002 г. 60% активов банковской системы (включая банки развития) находилось в государственной собственности

## Источники:

Cho Y. J., Kim J. Credit Policies and Industrialization in Korea. World Bank Discussions Paper № 286. Washington, D.C., 1995.

Porter N., Takáts E., Feyzioglu T. Interest Rate Liberalization in China (August 2009). IMF Working Paper, WP/09/171. P. 1—28, 2009.

The Bank of Korea (<http://eng.bok.or.kr>).

Republic of Korea: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes, IMF. March 19, 2003.

## Особенности

1. С 1960-х гг. высока роль государственного сектора в банковской системе. Государство контролировало кредитную политику банков напрямую (назначение менеджмента банка, контроль выдачи кредитов) и косвенно (нормативные требования, система стимулов)<sup>1</sup>.

Следствие — низкая эффективность банков (выше уровень издержек), но преимущество — большая гибкость во внедрении государственной кредитной политики.

2. Высокая роль государства через *специализированные банки*. Большинство специализированных банков было создано в 1960-е гг. (подробнее см Приложение 8). Активная роль в финансировании промышленности, особенно в 1960-е гг. Так, в 1964 г. Корейский банк развития предоставил 73% всех кредитов в Корее (часть средств банка была получена за счет полученных им иностранных кредитов)<sup>2</sup>.

3. Распределение внутренних сбережений в форме кредитов через *Национальный инвестиционный фонд*.

<sup>1</sup> См.: Balaño T., Ubide A. J. The Korean Financial Crisis of 1997: Strategy of Financial Sector Reform (March 1999) / IMF Working Paper. 1999. P. 12.

<sup>2</sup> См.: Kim S.-H. Finance and Growth of the Korean Economy from 1960 to 2004 // Seoul Journal of Economics. 2007. Vol. 20. No. 4. P. 382.

### 3.7. Развитие финансового рынка

Национальный инвестиционный фонд (National Investment Fund) создан в 1974 г.<sup>1</sup> Средства в фонд поступали от коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов госслужащих (размещение депозитов в фонде либо приобретение облигаций фонда — National Investment Bonds)<sup>2</sup>.

Средства из фонда предоставлялись в форме 8—10-летних кредитов (через банковскую систему, в основном через специализированные банки) на приобретение оборудования, земли, финансирование оборотного капитала. Предусматривалась 2—3-летняя рассрочка платежа, срок устанавливался индивидуально<sup>3</sup>.

В 1970-е гг. ставки по кредитам из фонда были ниже ставок по кредитам банков. Список организаций, получающих средства из фонда, составлялся в административном порядке. Министерство финансов выбирало программы исходя из предложений других государственных органов, предоставляло их список Управляющему совету Национального инвестиционного фонда (Management Council). Управляющий совет возглавлялся Премьер-министром, включал министров Экономического совета по планированию, финансов, сельского хозяйства и рыболовства, торговли и промышленности, здравоохранения и социального развития, коммуникаций, внутренних дел (General Affairs), председателей Центрального банка и Корейского банка развития, а также представителей частного сектора<sup>4</sup>; затем список поступал в государственный Совет перед подачей Президенту для окончательного одобрения. Часть операционных функций фонда (получение депозитов, предоставление кредитов банкам, учет) осуществлялись Центральным банком<sup>5</sup>.

С 1982 г. ставка по ссудам Национального инвестиционного фонда стала рыночной (соответствовала ставке по кредитам коммерческих банков)<sup>6</sup>. В 1980-е гг. прекратилась практика составления и утверждения на государственном уровне списка организаций — получателей средств. Целевые кредиты (на приобретение

---

<sup>1</sup> См.: *Baliño T., Ubide A. J.* The Korean Financial Crisis of 1997... P. 12.

<sup>2</sup> См.: *Lee K.* Finance and Economic Development in Korea. 1-December-2010. SNU Institute for Research in Finance and Economics. Working Paper 10-A05. P. 10.

<sup>3</sup> См.: *ibid.* P. 12.

<sup>4</sup> См.: *ibid.* P. 10.

<sup>5</sup> См.: *ibid.*

<sup>6</sup> См.: *ibid.* P. 12.

### 3. Южная Корея

произведенного в Корее оборудования и экспортное финансирование после отгрузки товаров) могла получить любая организация.

Целевые отрасли, в которые направлялся основной объем инвестиций: тяжелая и химическая промышленность, энергетика. В 1974—1981 гг. кредиты за счет средств Национального инвестиционного фонда составляли 18% (для отраслей тяжелой и химической промышленности) и 45% (для энергетике) всех выданных банковских кредитов, в 1982—1991 гг. 14% и 34% соответственно<sup>1</sup>.

#### **Небанковские финансовые организации**

Изначально роль небанковских кредитных организаций в корейской экономике незначительна, но возросла с середины 1980-х гг. как результат государственного стимулирования развития небанковского финансового рынка, мер по ликвидации неофициального банковского рынка (с 1972 г.), более либерального регулирования по сравнению с банками.

Количество и роль небанковских финансовых инвесторов возросли в 1990-е гг., но резко сократились по результатам кризиса 1997 г. (табл. 3.16).

Таблица 3.16. Динамика количества финансовых организаций в Корее

Вид финансовой организации		1997	2004	2010	июнь 2013
Банки (без учета филиалов зарубежных банков)	Коммерческие и специализированные банки	33	19	18	18
Небанковские сберегательные институты (без кредитных кооперативов, почтовых сберегательных организаций)	Взаимные сберегательные банки	231	113	105	91
	Кредитные союзы	1666	1066	962	982
	Торговые банки	30	2	1	1
Финансовые организации в сфере ценных бумаг <sup>1</sup>	Компании по ценным бумагам (Securities Companies/ Investment Traders and Brokers)	36	43	50	62

<sup>1</sup> См.: Lee K. Finance and Economic Development in Korea. P. 15. Table 6.

### 3.7. Развитие финансового рынка

Окончание табл. 3.15

Вид финансовой организации		1997	2004	2010	июнь 2013
	Институты коллективного инвестирования (Collective Investment Business Entities) <sup>2</sup>	31	47	80	85
	Трасты (Trust Business Entities): банковские, страховые, недвижимости, в сфере ценных бумаг	н/д	н/д	н/д	57
	Инвестиционные консультационные и дискреционные инвестиционные компании (Investment Advisory and Discretionary Investment Business Entities)	29 (1995 г.)	52 (2005 г.)	135	157
Страховые компании	Страховые организации (страхование жизни)	31	21	22	24
	Страховые организации (иные виды страхования)	14	15	16	31
Прочие финансовые компании (не указаны государственные финансовые институты, компании венчурных инвестиций, лизинговые компании и т.п.)	Финансовые холдинговые компании	—	3	9	13

<sup>1</sup> В соответствии с Законом о рынке капитала 2007 г. произошел переход от регулирования институтов, осуществляющих деятельность на рынке ценных бумаг (отдельный закон для каждого финансового института), к регулированию отдельных видов деятельности (функциональный подход, отдельная регистрация / разрешение на выполнение вида деятельности / комбинации видов деятельности). Соответственно, была изменена терминология видов финансовых институтов, см. Приложение 9.

<sup>2</sup> Под управлением управляющих компаний (Collective Investment Companies/ Asset Management Companies).

Источники:

The Bank of Korea (<http://eng.bok.or.kr>, Раздел Financial Stability/ Financial System in Korea/ Recent Changes in the Korean Financial System).

Oh H. and others. Financial Institutions in Korea. Bank of Korea, 2011.

### 3. Южная Корея

*Компании по ценным бумагам* (Securities Companies) — осуществляют брокерские, дилерские операции, размещение и андеррайтинг ценных бумаг. Периоды максимальной активности их создания<sup>1</sup>:

— 1962—1968 гг. (после принятия Закона о ценных бумагах и биржах 1962 г. и до изменения уведомительной (регистрационной) системы на разрешительную в декабре 1968 г.);

— с начала 1990-х гг. (допуск иностранных компаний на внутренний рынок, выделение из инвестиционных трастовых компаний части деятельности во вновь созданные компании по ценным бумагам в 1998—2000 гг. как результат азиатского финансового кризиса, создание новых небольших компаний, оказывающих брокерские услуги).

*Торговые банки* (Merchant Banks) — небанковские кредитные организации, созданные в соответствии с законом 1975 г.<sup>2</sup> В 1976—1979 гг. было создано шесть торговых банков, затем до 1990-х гг. их число не менялось<sup>3</sup>.

В 1994—1996 гг. 24 инвестиционных финансовых компании (Investment Financial Companies) были преобразованы в торговые банки<sup>4</sup>. Это финансовые компании, созданные по результатам кризиса начала 1970-х гг. в целях легализации неофициального краткосрочного кредитного рынка («Curb Market» / «Underground Private Financial Sector») Законом о краткосрочном финансировании 1972 г. В эту категорию включаются, в частности, финансовые компании краткосрочного кредитования (Short-Term Finance Companies), взаимные страховые и финансовые компании (Mutual Savings And Finance Companies)<sup>5</sup>. Причинами массового перехода стали: либерализация начала 1990-х гг.; поправки декабря 1995 г. в Закон о торговых банковских корпорациях, позволяющий торговым банкам совершать сделки с ценными бумагами, в том числе с

<sup>1</sup> См.: Oh H. and others. Financial Institutions in Korea. P. 129.

<sup>2</sup> Закон о торговых банковских корпорациях, 1975 г.

<sup>3</sup> <http://koreanlii.or.kr/> (Korean Law via the Internet). Статья «Merchant Banks».

<sup>4</sup> См.: Choi D.-Y., Lee Y. Financial Supervision of Merchant Banking Corporations as a Cause of Korea's Currency Crisis // The Journal of the Korean Economy. 2006. (Spring). Vol. 7. No. 1. P. 81.

<sup>5</sup> См.: Kim J.-K. 2012 Modularization of Korea's Development Experience: Institutionalization of the Informal Credit Market and Financial Inclusion in Korea / KDI School of Public Policy and Management. Financial Services Commission, Republic of Korea. Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea. 2012. P. 23.



### 3.7. Развитие финансового рынка

векселями; принятие Закона о слияниях и поглощениях финансовых компаний<sup>1</sup>

Для торговых банков был характерен высокий уровень коррупции при выдаче лицензий (низкий уровень финансовой устойчивости), высокая рискованность инвестиций. Банкротство торговых банков послужило одной из причин финансового кризиса 1997 г.<sup>2</sup> (число торговых банков сократилось с почти 30 до 2 за 1997—2005 гг.)<sup>3</sup>.

*Институты коллективного инвестирования* (Collective Investment Business Entities) представлены в двух основных формах<sup>4</sup>:

- инвестиционные фонды контрактного типа (Securities Investment Trust).

Аналог открытых инвестиционных компаний США, но не являются юридическим лицом<sup>5</sup>. Управление осуществляется управляющими компаниями (Investment Trust Company). Выпускают паи инвестиционных трастов, которые погашаются исходя из чистой стоимости активов инвестиционного траста. Первый траст (вложения в акции) создан в 1970 г. Корейской инвестиционной корпорацией (Korea Investment Corporation). В 1974 г. создана первая компания, осуществляющая исключительную деятельность по управлению трастами, — Korea Investment Trust Company, в 1977 г. — вторая компания (Daehan), которой был передан бизнес Корейской инвестиционной корпорации. В этом же году четырем инвестиционным банкам предоставлено право управлять облигационными инвестиционными трастами. В 1982 г. основана третья управляющая компания — Citizens Investment Trust Company. Либерализация середины 1990-х гг. привела к массовому созданию управляющих компаний и трастов<sup>6</sup>;

- инвестиционные фонды как юридические лица (Securities Investment Company), закрытого типа (с декабря 1998 г.).

---

<sup>1</sup> См.: *Oh H. and others. Financial Institutions in Korea. 2011. P. 7.*

<sup>2</sup> См.: *Noland M. South Korea Experience with International Capital Flows / Capital Controls and Capital Flows in Emerging Markets: Policies, Practices and Consequences; ed. by S. Edwards. NBER, University of Chicago Press, May 2007. P. 493.*

<sup>3</sup> The Bank of Korea (<http://eng.bok.or.kr>, Раздел Financial Stability/ Recent Changes in the Korean Financial System).

<sup>4</sup> См.: *Thompson J. K. and Choi S.-M. Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries / Financial Affairs Division. Occasional Paper, No. 1. OECD. April 2011. P. 19.*

<sup>5</sup> См.: *Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 711.*

<sup>6</sup> Asian Investment Managers Guide (<http://www.funds-asia.com/>). Раздел «Region/ Korea».

### 3. Южная Корея

*Трасты.* Изначально трастовые операции осуществляли банки (с начала 1960-х гг.), в 1970-х гг. предоставление трастовых услуг осуществлялось монопольно (Korea Trust Bank, позднее преобразованный в ходе слияния в Seoul Trust Bank). С 1983 г. возобновлена конкуренция (коммерческие банки получили право осуществлять трастовые операции), наиболее активный период развития приходится на 1990-е гг. С июля 2005 г. компании по ценным бумагам и страховые компании получили право вести трастовые операции.

#### **Библиография**

##### *Литература на русском языке*

1. *Рубцов Б. Б.* Современные фондовые рынки. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
2. *Симония Н. А.* Уроки китайских и южнокорейских реформ // Свободная мысль. 1996. № 9.

##### *Иностранные источники*

##### *Нормативные правовые акты*

3. Act on Designation and Management of Free Economic Zones No. 6835. Dec. 30, 2002. Entered into Force on July 1, 2003.
4. Act on Merger and Transformation of Financial Institutions/ Act on the Structural Improvement of the Financial Industry No. 4341, March 8, 1991.
5. Act on Real Name Financial Transactions & Guarantee of Secrecy No. 5493, Dec. 31, 1997.
6. Asset-Backed Securities Act No. 5555, Sep. 16, 1998.
7. Capital Market Promotion Act, Law No. 2046. of Nov. 22, 1968.
8. Depositor Protection Act No. 5042, Dec. 29, 1995.
9. Emergency Decree on Economic Stabilization and Growth. Aug. 3, 1972.
10. Financial Investment Business and Capital Markets Act No. 8635. Aug. 3, 2007.
11. Futures Trading Act No. 5041. Dec. 29, 1995.
12. Indirect Investment Asset Management Business Act No. 6987, Oct. 4, 2003.
13. Korea Housing Finance Corporation Act No. 7030, Dec. 31, 2003.
14. Korea Securities and Futures Exchange Act. Act No. 7112, Jan. 29, 2004.
15. Mutual Savings Banks Act (Act on Mutual Savings & Finance Companies) No. 2333. Aug. 2, 1972.
16. Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972. В 1976 г. был принят в новой редакции с новым содержанием.

## Библиография

17. Securities Investment Company Act No. 5557. Sept. 16, 1998.
18. Securities Investment Trust Business Act. Aug. 4, 1969, Law No. 2129.
19. Use & Protection of Credit Information Act No. 4866. Jan. 5, 1995.

## КНИГИ И СТАТЬИ

20. *Baliño T. and Ubide A. J.* The Korean Financial Crisis of 1997: Strategy of Financial Sector Reform / IMF Working Paper. 1999.
21. The Bank of Korea: A History of Fifty Years / ed. Chung M.-C. Seoul : Bank of Korea, 2000.
22. *Becker D. J.* Modernization and Development: An Empirical Study of South Korea and Brazil // Honors Projects. 1991. Paper 4.
23. *Chang H.-J.* The East Asian Development Experience — The Miracle, the Crisis and the Future. London and New York : Zed Books, 2000.
24. *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective / Lessons for the Proposed WTO. Agreement on Investment. University of Cambridge, 2003.
25. *Cherry J.* Korean Multinationals in Europe. UK : Curzon Press, 2011.
26. *Cho H.* Economic Development of South Korea under Park Chung Hee (1961—1979). Presentation. Edmonds-Woodway High School. 2011.
27. *Cho Y. J., Kim J.* Credit Policies and Industrialization in Korea / World Bank Discussions Paper № 286. Washington, D.C. 1995.
28. *Choi D.-Y., Lee Y.* Financial Supervision of Merchant Banking Corporations as a Cause of Korea's Currency Crisis // The Journal of the Korean Economy. 2006. Vol. 7. No. 1 (Spring).
29. *Choo H. G. and Kurita T.* An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy // International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20.
30. *Collins S.* South Korea's Experience with External Debt / NBER Working Paper No. 2598. Cambridge, 1988.
31. Country Classification in FTSE Global Benchmark. [http://www.ftse.com/Indices/Country\\_Classification](http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification).
32. Developmental Dictatorship and the Park Chung-Hee Era: the Shaping of Modernity in the Republic of Korea / ed. by B.-C. Lee. Paramus, NJ : Homo & Sekey Books, 2005.
33. *Dincer N., Eichengreen B.* Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. BOK Working Paper No. 2013—21 (2013.09).
34. *Dominguez K. M. E. and Hashimoto Y. and Ito T.* International Reserves and the Global Financial Crisis (August 2011) / NBER Working Paper No. w17362.

### 3. Южная Корея

35. *Dooley M., Dornbusch R., Park Y. Ch.* A Framework for Exchange Rate Policy in Korea / Korean Crisis and Recovery; ed. D. T. Coe and S.-J. Kim. International Monetary Fund, Korea Institute for International Economic Policy. Washington, D.C., 2002.
36. *Dornbusch R., Park Y. C.* Korean Growth Policy, Brookings Papers on Economic Activity. 1987. № 2.
37. EPB (Economic Planning Board) 1981. Oegoogin Tooja Baeksuh (White Paper on Foreign Investment) (in Korean). Seoul. The Government of Korea. Цит. по: *Chang H.-J.* Foreign Investment Regulation in Historical Perspective // Lessons for the Proposed WTO. Agreement on Investment (University of Cambridge, 2003).
38. Experiences and Methodology of Korea's Anti-Money Laundering System Deployment and Development. Samil PricewaterhouseCoopers. Supervised by Financial Services Commission, Republic of Korea. Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea, 2013.
39. *Frank C. R. Jr., Kim K. S., Westphal L. E.* Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea. New York : NBER, 1975.
40. *Hikaru N.* Japan's Records on War Reparations. ABC of Modern Japanese History. <http://www.jiyuushikan.org/e/reparations.html>.
41. Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries. Korea. The Chinese University of Hong Kong, 2000.
42. Historical Review of the Korean Monetary Policy / *Choo H. G. and Kurita T.* An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy, International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20.
43. The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies — Background Paper / Approved by J. Brockmeijer. IMF, 2012. December 27.
44. *Irwin D. A.* The Nixon Shock after Forty Years: the Import Surcharge Revisited. World Trade Review. 2013. № 12.
45. *Johnston R. B. and Darbar S. M. and Echeverria C.* Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / IMF Working Paper. 1997.
46. *Khor M.* IMF Policies Leading to Foreign Control of Asian Countries. <http://www.twinside.org.sg/title/cont-cn.htm>.
47. *Kim I.* Korea's Capitalistic Planning Model: Policy Lessons for Mongolia. The Journal of the Korean Economy, Vol. 11, No. 1 (April 2010) 177—194.
48. *Kim E. M.* Lessons from the 'Seoul Alternative' of Development and Development Cooperation: Republic of Korea's Experience from Recipient to Donor of Aid / DSA Annual Conference. 2010. November 5.
49. *Kim J.-K.* Modularization of Korea's Development Experience: Institutionalization of the Informal Credit Market and Financial Inclusion in Korea. KDI School of Public Policy and Management. Financial Services

- Commission, Republic of Korea. Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea. 2012.
50. *Kim J. M., Rhe D. K.* Trends and Determinants of South Korean Outward Foreign Direct Investment // The Copenhagen Journal of Asian Studies. 2009. 27(1).
  51. *Kim K. S.* Trade and Industrialization Policies in Korea // Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times / ed. by G. K. Helleiner. London: Routledge, 2003.
  52. *Kim L.* Finance and Economic Development in Korea. 1 December 2010. SNU Institute for Research in Finance and Economics Working Paper 10-A05.
  53. *Kim S.-H.* Finance and Growth of the Korean Economy from 1960 to 2004 // Seoul Journal of Economics. 2007. Vol. 20. No. 4.
  54. Korea South. Tax Guide. 2008. International Business Publications. USA.
  55. Korea Taxation and Investment 2013. Deloitte.
  56. Korean Taxation 2012. Ministry of Strategy and Finance, Korea. 337 p.
  57. *Kuroyanagi M.* and others. Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy of Four Asian Countries: Japan, Korea, Indonesia, and the Philippines. Targets, Effectiveness and Results / Economic Research Institute, Economic Planning Agency, Tokyo, Japan. Keizai Bunseki (Economic Analysis). 1996. № 45.
  58. *Kwon Y., Shim I.-S.* Modularization of Korea's Development Experience: Legal Infrastructure for Foreign Investment / Korean Association of Civil Law. Ministry of Justice of Republic of Korea, Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea, 2012.
  59. *Lahiani A. & Aleem A.* Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through: Some Evidence from Emerging Countries / Canadian Economic Association, Calgary, 2012.
  60. *Lee J.-W., McKibbin W. J.* Domestic Investment and External Imbalances in East Asia / Brookings Discussion Papers in International Economics. No 172. September 2006.
  61. *Lee J.* 2012 Modularization of Korea's Development Experience: Foreign Capital in Economic Development: Korean Experiences and Policies. KDI School of Public Policy and Management, Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea, 2013.
  62. *Lee J. M.* Internationalization of the Korean Capital Market // Journal of International Law. Vol. 9. Issue 4.
  63. Losses from Currency Stabilization Fund Top 20 Tril. Won // The Korea Times. 2012. 07.11.
  64. *Mah.* Export Promotion Policies, Export Composition and Economic Development of Korea / Law and Development Institute Inaugural Conference, Sydney, Australia. 2010.

### 3. Южная Корея

65. *Mahler W.* Internationalization of the Korean Capital Markets. P. 592 // International Finance. Contemporary Issues / ed. by B. Das. London : Routledge, 1995.
66. *Marx A., Soares J.* South Korea's Transition from Recipient to DAC Donor: Assessing Korea's Development Cooperation Policy, International Development Policy | Revue Internationale de Politique de Développement [Online], 5.1., 2013, Online since 15 May 2013; connection on 19 May 2014.
67. *Mason E., Kim M.* and others. The Economic and Social Modernization of the Republic of Korea (Studies in the Modernization of the Republic of Korea, 1945—1975). Harvard, 1989.
68. Monetary Policy in Korea. The Bank of Korea / ed. by M. Kim. Hongjin CTP & Printing Co, Ltd. December 2012.
69. MSCI Market Classification. [http://www.msci.com/products/indices/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indices/market_classification.html).
70. *Nam S.-W., Kim S.-J.* Evaluation of Korea's Exchange Rate Policy / Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues. NBER-EASE Vol. 7 / ed. by T. Ito and A. O. Krueger. University of Chicago Press, 1991.
71. *Nam S.-W.* Korea's Financial Reform Since the early 1980s / KDI Working Paper No. 9207. 1992.
72. *Nicolas F., Thomsen S. and Bang M.* Lessons from Investment Policy Reform in Korea / OECD Working Papers on International Investment, 2013/02. OECD Publishing, 2013.
73. *Noland M.* South Korea Experience with International Capital Flows / Capital Controls and Capital Flows in Emerging Markets: Policies, Practices and Consequences; ed. by S. Edwards. NBER, University of Chicago Press, May 2007.
74. OECD Tax Levels and Tax Structures. 1965—2012, in Revenue Statistics 2013. OECD Publishing, 2013.
75. *Oh H.* and others. Financial Institutions in Korea. Bank of Korea, 2011.
76. The Park Chung Hee Era: The Transformation of South Korea / ed. by B.-k. Kim and E. F. Vogel. Harvard: University Press, 2011.
77. *Park W.-A.* Financial Liberalization: The Korean Experience / Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE Vol. 5; ed. by T. Ito and A. O. Krueger. University of Chicago Press, 1996.
78. *Porter N. and Takáts E. and Feyzioğlu T.* Interest Rate Liberalization in China. IMF Working Paper, WP/09/171.
79. Republic of Korea: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF. 2003. March 19.
80. *Rhe J.-Ch.* The State and Industry in South Korea: the Limits of the Authoritarian State. London: Routledge, 2002.

## Библиография

81. S&P Global BMI, S&P/IFCI Indices Methodology // S&P Dow Jones Indices. March 2014. P. 21.
82. *Sachwald F.* FDI and the Economic Status of Korea: The Hub Strategy in Perspective. Confrontation and Innovation on the Korean Peninsula, Korea Economic Institute, 2003.
83. *Schwartz J.* WisdomTree: Is South Korea Developed or Emerging? ETF Trends.com. 2013. 25 Nov.
84. *Shin I.* (1997). Declining Forecasting Power of M2 and Unstable Policy Target: A Study on Monetary and Credit Policy in Korea since 1980s. [InKorean]. KDI Economic Policy Research, 19(3). Цит. по: *Choo H. G. and Kurita T.* An Empirical Investigation of Monetary Interaction in the Korean Economy // International Review of Economics and Finance (SSCI). 2011. Vol. 20.
85. *Song D.-H.* The Role of the Public Enterprise in the Korean Economy / Industrial Development Policies and Issues; ed. by K.-U. Lee. Seoul : Korea Development Institute, 1988.
86. South Korea. A Country Study / ed. by A. M. Savada and W. Shaw. Aid, Loans and Investment. Federal Research Division Library of Congress, June 1990.
87. Tax Policy in Developing Countries / ed. by J. Khalilzadeh-Shirazi, A. Shah. August 1994. World Bank.
88. Taxing Wages: Country Note for Korea. OECD.
89. *Trela I., Whalley J.* Taxes, Outward Orientation, and Growth Performance in the Republic of Korea / Tax Policy in Developing Countries; ed. by J. Khalilzadeh-Shirazi, A. Shah. World Bank, August 1994.
90. *Yang Y.-C.* A Comparative Analysis of Free Trade Zone Policies in Taiwan and Korea Based on a Port Hinterland Perspective // The Asian Journal of Shipping and Logistics. Dec. 2009. Vol. 25. Issue 2.
91. *Yoo I.* Experience with Tax Reform in the Republic of Korea // Asia-Pacific Development Journal. 2000. Vol. 7. No. 2. Dec.
92. *Yun S.-d.* Historical Review of Interest Regulation and the Direction of Amended Interest Restriction Act // Law Review. 2011. Vol. 44 (in Korean, Abstract in English).
93. *Read R.* Foreign Direct Investment & the Growth of Taiwan & Korea / University of Lancaster. IBRG FDI: Country Case Studies Conference, Grange-over-Sands, 13—14 September, 2002.

## Интернет-сайты

94. Ministry of Trade, Industry and Energy (MOTIE) (Министерство торговли, промышленности и энергетики, Корея). <http://www.motie.go.kr>
95. The Bank of Korea (Центральный банк Кореи). <http://eng.bok.or.kr>
96. Financial Services Commission of Korea. <http://www.fsc.go.kr>

### 3. Южная Корея

97. Ministry of Strategy and Finance of Korea. <http://english.mosf.go.kr>
98. Asian Investment Managers Guide. <http://www.funds-asia.com>
99. Korea Finance Corporation. <http://www.kofc.or.kr>
100. Korean Law via the Internet. <http://koreanlii.or.kr>
101. U. S. Department of the State. Office of the Historian.  
<https://history.state.gov>
102. Korean Free Economic Zones. <http://www.fez.go.kr>

#### *Базы данных*

103. UNCTAD (UNCTADstat).
104. IMF IFS.
105. World Bank (World Bank Data); World Bank Database, as of April 2014.
106. IMF WEO Database, April 2014
107. FDI Statistics for OECD and G20 Countries. Updated on 24 January 2014.  
[www.oecd.org/investment/statistics](http://www.oecd.org/investment/statistics).
108. UNCTAD on-line Database — UNCTADStat.  
<http://unctadstat.unctad.org/>.
109. OECD Tax Statistics.
110. Он-лайн база данных ОЭСР — OECD. StatExtracts. OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index.



# 4

## Сингапур

4.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации / 4.2. Инвестиционная политика / 4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост / 4.4. Денежно-кредитная политика / 4.5. Процент, процентная политика (в том числе административное управление процентом)/ 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика / 4.7. Режим счета капитала, политика счета капитала / 4.8. Развитие финансового рынка

### Список сокращений

ACU	Азиатская валютная единица (Asian Currency Unit)
ADM	Азиатский долларовый рынок (Asian Dollar Market)
CPF	Центральный пенсионный фонд Сингапура (Central Provident Fund)
DBS	Банк развития Сингапура (Development Bank of Singapore)
DBU	Внутренняя банковская единица (Domestic Banking Unit)
EDB	Совет по экономическому развитию (Economic Development Board)
HDB	Совет по жилищному строительству и развитию (Housing and Development Board)
MAS	Валютное управление Сингапура (Monetary Authority Singapore)
SIMEX	Международная монетарная биржа (Singapore International Monetary Exchange) (действовала до 1999 г.)
S\$	Сингапурский доллар (Singapore Dollar)

### 4.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

За период 1960—2013 гг. в Сингапуре уровень ВВП на душу населения вырос с 428 долл. до 55 тыс. долл. США, а средний ежегодный темп роста экономики составил 7,6%<sup>1</sup>. Из страны, страдающей от

<sup>1</sup> ВВП на душу населения в текущих ценах — по данным Department of Statistics Singapore (<http://www.singstat.gov.sg>); темп роста ВВП рассчитан для ВВП в постоянных ценах — по данным Department of Statistics Singapore (<http://www.singstat.gov.sg>).

#### 4. Сингапур

перенаселенности и безработицы, без природных ресурсов и производственной базы<sup>1</sup> Сингапур превратился в одну из самых инновационных, конкурентоспособных<sup>2</sup> и свободных экономик мира, четвертый крупнейший мировой финансовый центр после Лондона, Нью-Йорка и Токио.

Экономический рост в Сингапуре финансировался за счет прямых иностранных инвестиций и частных сбережений при отсутствии значительного роста внешнего государственного долга<sup>3</sup>. Поддержание сильной национальной валюты способствовало росту частных инвестиций и сохранению низкой инфляции. Решающую роль в экономическом преобразовании Сингапура сыграла государственная политика, своевременно и гибко учитывающая возможности и ограничения экономики Сингапура, его взаимосвязи и зависимость от экономик сопредельных государств, а также развитых стран.

*Ключевыми факторами*, определяющими «экономическое чудо» Сингапура, стали:

— развитие экспортных высокотехнологичных производств за счет прямых иностранных инвестиций и открытости экономики, системы налоговых льгот;

— значительные инвестиции в человеческий и социальный капитал — в образование населения и повышение уровня квалификации рабочей силы;

— сохранение на протяжении трех десятилетий (1970—2000 гг.) высокого уровня инвестиций в физический капитал<sup>4</sup> (в 1970—2000 гг. доля валового накопления капитала в ВВП (в текущих ценах) в Сингапуре была выше 30% и в среднем составляла 37%, что является максимальным для этого периода показателем среди стран «экономического чуда» (среднее — 30%), в то время как в США, Франции, Герма-

---

<sup>1</sup> В начале эпохи независимости основными источниками дохода для Сингапура были британская военная база и портовая торговля каучуком и оловом. См.: *Yah L. C. Transformation in the Singapore Economy: Course and Causes / Singapore and Asia in a Globalized World — Contemporary Economic Issues and Policies*. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 8 March 2008. P. 8.

<sup>2</sup> Сингапур находится на первом месте в рейтинге *Doing Business 2014*, оценивающим простоту ведения бизнеса в стране.

<sup>3</sup> См.: *Singapore: A Country Study* / ed. B. L. Lepoer. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989. <http://countrystudies.us/singapore/38.htm>.

<sup>4</sup> Рассчитано по данным IMF IFS на основе средних значений показателей «Gross Fixed Capital Formation, Nominal», «Gross Domestic Product, Nominal».

#### 4.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

нии, а также Бразилии, ЮАР, Кении данный показатель составлял около 18—21%); кроме того уровень сбережения (в том числе обязательное частное сбережение для населения) был одним из самых высоких в мире (в 1970—2000 гг. доля валовых сбережений в ВВП в Сингапуре в среднем составляла 39,67%, что является максимальным для этого периода показателем среди стран «экономического чуда» (среднее — 32,82%). Для стран ОЭСР — 22%, стран Латинской Америки и Карибского бассейна — 18,8%, стран Африки к югу от Сахары — 17,45%);

— гибкое управление экономикой, основанное одновременно на рыночных принципах и «ручном» управлении (государственном интервенционизме<sup>1</sup>), профессионализме и авторитарности; преодоление коррупции и политическая стабильность; успешная деятельность специализированных и высокопрофессиональных государственных агентств (советов), внедрявших экономическую политику Сингапура в жизнь (например, Совета по экономическому развитию (EDB));

— стабильные цены и полная занятость на протяжении более чем 40 лет;

— осторожная макроэкономическая политика — низкие процентные ставки, стабильная и сильная национальная валюта, сбалансированный бюджет<sup>2</sup>; значительные объемы международных резервов<sup>3</sup>;

— благоприятное географическое положение Сингапура как международного порта, позволившее активно развивать торговлю<sup>4</sup>.

Основными *целями финансовой модернизации* Сингапура, как показывает анализ, являлись:

— формирование из Сингапура торгового, банковского и финансового центра;

— обеспечение стабильности цен и национальной валюты;

---

<sup>1</sup> См.: *Chia S. Y. Singapore Towards a Knowledge-Based Economy / Masuyama S., Vandenbrink D., Chia S. Y. Industrial Restructuring in East Asia: Towards the 21st Century. Institute of Southeast Asian Studies, 2001. P. 178.*

<sup>2</sup> См.: *Tan A. From Third World to the First — Singapore Economic Development Strategy. [http://siteresources.worldbank.org/EDUCATION/Resources/278200-1121703274255/1439264-1242337549970/Tan\\_Economic\\_Devt\\_Strategy.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EDUCATION/Resources/278200-1121703274255/1439264-1242337549970/Tan_Economic_Devt_Strategy.pdf).*

<sup>3</sup> См.: *Yah L. C. Transformation in the Singapore Economy: Course and Causes. P. 10.*

<sup>4</sup> См.: *Huff W. G. The Economic Growth of Singapore: Trade and Development in the Twentieth Century. Cambridge University Press, 1994. P. 7.*

#### 4. Сингапур

- создание благоприятных условий и эффективной инфраструктуры для привлечения прямых иностранных инвестиций, роста промышленного производства и сектора услуг;
- создание условий для повышения уровня образования населения, развития социальной инфраструктуры;
- развитие офшорного финансового сектора за счет привлечения иностранного капитала при одновременном ограничении чрезмерного роста внутреннего финансового рынка.

Если в основе быстрого экономического роста Сингапура лежат экспортные производства и торговля, то ключевыми факторами, позволившими сохранить конкурентоспособность и высокие темпы роста экономики, стали финансовая либерализация и развитие финансового сектора. Финансовое развитие Сингапура и его становление как международного финансового центра<sup>1</sup> способствовали созданию необходимых условий для притока иностранных инвестиций, обслуживанию торговых потоков, а также преодолению ограничений, присущих экономике Сингапура (небольшие размеры и отсутствие природных ресурсов у страны, ограниченные возможности расширения производства).

Основные этапы экономического развития Сингапура и их характеристика, а также соответствующие им этапы развития инвестиционной, налоговой, денежно-кредитной, валютной политики представлены в табл. 4.1.

#### 4.2. Инвестиционная политика

Инвестиционная политика, реализуемая Сингапуром, была направлена на достижение следующих целей:

- обеспечение конкурентоспособности бизнеса Сингапура;
- обеспечение высокой продуктивности и доходности инвестиций в страну;
- создание максимально благоприятных условий для инвестиций.

В докладе «Экономика Сингапура: новые направления» 1986 г. определено, что развитие экономики обеспечивается ростом инве-

---

<sup>1</sup> Финансовый сектор оказал существенное влияние на экономическое развитие в странах Юго-Восточной Азии. В ряде исследований рассматривается и тестируется положительная связь между экономическим и финансовым развитием (*Daquil T. C. The Economies of Southeast Asia: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand. New York : Nova Publishers, 2005. P. 85*).

Таблица 4.1. Основные этапы экономического развития Сингапура и эволюция инвестиционной, налоговой, денежно-кредитной и валютной политики

Годы	Цели экономической политики	Цели инвестиционной политики	Цели налоговой политики	Цели денежно-кредитной и процентной политики, политика счёта капитала	Цели валютной политики
1959—1964 гг. <sup>1</sup>	Преодоление безработицы за счёт индустриализации (развитие трудоёмких производств) в рамках стратегии импортозамещения и общего рынка с Малайзией <sup>2</sup>	Рост уровня национального сбережения Начало привлечения частных, в том числе иностранных инвестиций	Начало налогового стимулирования ключевых («пионерных») отраслей		Отсутствие независимой национальной валюты
1965—1970 гг.	Переход к модели роста на основе экспортноориентированного производства и либерализации торговли <sup>3</sup>	Начало активного привлечения прямых иностранных инвестиций Рост национальных сбережений как источника инвестиций	Расширение системы налоговых стимулов для привлечения иностранных инвестиций, развития экспортных производств, инвестиций в технологии и НИОКР, развития офшорного банковского рынка	Постепенный переход от прямых к рыночным методам денежно-кредитного регулирования	Создание национальной валюты, привязанной к другим мировым валютам

Продолжение табл. 4.1

Годы	Цели экономической политики	Цели инвестиционной политики	Цели налоговой политики	Цели денежно-кредитной и процентной политики, политики счета капитала	Цели валютной политики
1971—1980 гг.	Развитие капиталоемких производств, требующих высококвалифицированных кадров, развитие финансового сектора как одного из ключевых источников экономического роста Развитие международного финансового центра в Сингапуре	Изменение структуры инвестиций — переход от трудоемких к капиталоемким производством и наукоёмким производством и развитие финансового сектора	Налоговое стимулирование развития капиталоемких и экспортных производств, а также офшорной банковской деятельности	Расформирование картеля по процентным ставкам Либерализация счёта капитала	Переход к плавающему курсу сингапурского доллара и поддержание его стабильности
1981—1990 гг.	Превращение Сингапура в региональный центр для транснациональных компаний для производства продукции с высокой добавленной стоимостью и высокотехнологичного экспорта в	Рост инвестиций в высокотехнологичные производства с высокой добавленной стоимостью, требующие высокую квалификацию, технологически емкие и высокоавто-	Снижение ставок подоходного налога и налога на прибыль корпораций Налоговые льготы для внешних инвестиций местных компаний и развития финансового	Переход к денежно-кредитной политике, ориентированной на управление валютным курсом Отказ от одновременного управления уровнем процента	Переход к управляемому «плавающему курсу», являющемуся основным инструментом для регулирования инфляции

	с таких отраслях, как микроэлектроника, биотехнологии, финансовые и бизнес-услуги <sup>4</sup>	материзованные изменения структуры инвестиций после рецессии 1984—1985 гг. — рост инвестиций в машины и оборудование и сокращение инвестиций в недвижимость	рынка и привлечения на него иностранных инвестиций	Обеспечение низкой инфляции (ценовой стабильности) для устойчивого экономического роста	Гибкое управление курсом в периоды экономического роста и рецессии
1991—1997 гг.	Превращение Сингапура из производственной базы для транснациональных компаний в международный хаб — бизнес-центр и центр экспорта финансовых, медицинских, образовательных, транспортных, бизнес-услуг	Диверсификация инвестиций — рост вложений в сферу услуг наравне с производством, развитие местных компаний и их выход на международные рынки	Снижение ставки налогообложения по корпоративному и подоходному налогам Введение косвенного налога на товары и услуги для стабилизации налоговых доходов бюджета Налоговые стимулы для развития финансового рынка		Умеренное укрепление курса сингапурского доллара в условиях экономического роста для сдерживания инфляции

Окончание табл. 4.1

Годы	Цели экономической политики	Цели инвестиционной политики	Цели налоговой политики	Цели денежно-кредитной и процентной политики, политика счёта капитала	Цели валютной политики
1998—2007 гг.	Сингапур как ключевое звено, связующее Азию с остальным миром, и центр НИОКР, логистических, финансовых и сервисных услуг, медицинских и образовательных услуг	Развитие внешних инвестиций  Развитие инвестиций в малые и средние компании, имеющие международный потенциал  Развитие инвестиций в технологии и образование	Антикризисные меры по стимулированию экономики и финансового рынка, а также рынка недвижимости после азиатского финансового кризиса  Налоговые стимулы для развития международного финансово-центра — привлечение иностранных инвесторов, развитие индустрии управления активами и центра торговли деривативами  Стимулирование инвестиций в новые отрасли и сферу услуг, НИОКР	Дополнительная цель — обеспечение достаточной ликвидности для банковского сектора и стабильного неинфляционного роста, недопущение чрезмерной волатильности процентных ставок.	Ослабление курса в условиях низкой инфляции для преодоления последствий Азиатского финансового кризиса  Повышение гибкости валютной политики и ее адаптация к полукризисным условиям  С 2001 г. — политика умеренного и постепенного укрепления курса



2008—2013 гг.	Инновационная экономика и глобальный город с высококвалифицированными кадрами		Дополнение денежной политики мерами микро- и макроprudенциального надзора для обеспечения финансовой стабильности	Смягчение денежной политики и повышение ее гибкости для преодоления  С 2010 г. — возвращение к политике умеренного и постепенного укрепления курса
---------------	-------------------------------------------------------------------------------	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<sup>1</sup> В 1959 г. Сингапур получил самоуправление в рамках Британского Содружества с сохранением за Великобританией вопросов внешней политики и обороны. В 1963 г. Сингапур объявил о независимости от Великобритании и вошел вместе с Малайей, Сараваком и Сабахом в состав Федерации Малайзия. В 1965 г. Сингапур отделился от Малайзии и провозгласил свою независимость.

<sup>2</sup> Действуют протекционистские пошлины и квоты для импорта по ряду направлений, усилившиеся в период объединения с Малайзией.

<sup>3</sup> Отделение от Малайзии в 1965 г. привело к усилению протекционизма и росту числа импортных пошлин (в 1965—1967 гг.), что компенсировалось через создание зон свободной торговли в порту Сингапура и району Джуронг (Jurong) — основные экспортные товары не облагались пошлинами. См.: Лахмова Л. Ф. Модели процветания (Сингапур, Малайзия, Таиланд, Индонезия). М.: Институт востоковедения РАН, 2007. С. 23.

<sup>4</sup> Lim J. J. and others. Foreign Investment in Singapore: Economic and Sociopolitical Ramifications / Institute of Southeast Asian Studies. Field Report № 13. April 1977. P. 6.

С п р а в о ч н о: Основные документы, определяющие цели экономического развития Сингапура:

1959—1964 гг. — План развития 1961—1964 гг. (Development Plan);

1981—1990 гг. — Второй экономический план 1980 (Second Economic Plan), Доклад «Экономика Сингапура: новые направления», 1986 г.; План развития малых и средних компаний (SME Master Plan) и др.;

1991—1997 гг. — Стратегический экономический план 1991; Программы «Производство 2000; (Manufacturing 2000), «Международный бизнес-хаб 2000», (International Business Hub 2000); Национальный план развития технологий 1991 (National Technology Plan); Программа развития инноваций 1995 (Innovation Programme) и др.;

#### 4. Сингапур

1998—2007 гг. — Доклад о конкурентоспособности Сингапура 1998; Программы «Промышленность 21», «Малые и средние компании 21» и др. (Industry 21, SME 21 Report); Доклад Комитета по пересмотру экономической стратегии 2003 и др.; 2008—2013 гг. — Доклад Комитета экономических стратегий 2010 г. и др.

Источники: Report of the Economic Committee. The Singapore Economy: New Directions. Executive Summary. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 1986 (данный комитет был создан в 1985 г. для оценки уровня экономического развития Сингапура и выявления новых возможностей для будущего экономического роста);

The Strategic Economic Plan: Towards a Developed Nation. Executive Summary. Economic Planning Committee, Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, December, 1991;

Executive Summary 1998. Committee on Singapore's Competitiveness, Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, November 1998.

Report of the Economic Review Committee. New Challenges, Fresh Goals — Towards a Dynamic Global City. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 2003 (данный комитет был создан в 2001 г. для фундаментального пересмотра стратегии развития страны и реструктуризации экономики (в условиях рецессии 2001 г.) и завершил работу в 2003 г.).

Report of the Economic Strategies Committee. High Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 2010 (данный комитет был создан в 2009 г. для разработки стратегии развития Сингапура, в феврале 2010 г. рекомендации комитета были утверждены Правительством Сингапура и приняты к исполнению).

Lee K. Y. From Third World to First: The Singapore Story 1965—2000. Memoirs of Lee Kuan Yew. Singapore: Times Editions, 2000. Цит. по: Section 3. The Story of an Economic Miracle, Ten Years that Shaped a Nation. [http://www.nas.gov.sg/1stcab/exh\\_catalog4.htm](http://www.nas.gov.sg/1stcab/exh_catalog4.htm).

Официальный сайт Министерства торговли и промышленности Сингапура (Ministry of Trade and Industry Singapore), раздел «Milestones». <http://www.mti.gov.sg/MTInsights/Pages/Economic%20Milestones%201960s.aspx>.

#### 4.2. Инвестиционная политика

стиций, при этом их финансирование должно осуществляться за счет сбережений и иностранного капитала<sup>1</sup>.

Основной принцип инвестиционной политики — определение ключевых целей развития и соответствующих им отраслей, развитие данных отраслей за счет создания благоприятных условий для инвестиций, стимулов и льгот.

Основные этапы, цели и инструменты инвестиционной политики Сингапура представлены в табл. 4.2.

Таблица 4.2. **Инвестиционная политика Сингапура в 1960—2013 гг.**

Годы	Цели инвестиционной политики	Направления инвестиций	Меры и инструменты инвестиционной политики
1959—1964 гг.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Рост уровня национального сбережения;</li><li>• Ограниченное привлечение частных, в том числе иностранных, инвестиций</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Развитие производств, связанных с портовой торговлей (переработка нефти, обработка дерева и резин, пищевая промышленность), а также трудоемких производств (текстильное производство, сборка электроники, судовой ремонт, строительство буровых установок);</li><li>• Развитие инфраструктуры и социальных услуг</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Налоговые стимулы для ключевых («пионерных») отраслей (pioneer industries)<sup>1</sup>, расширения промышленного производства;</li><li>• Создание государственных агентств (советов) для развития экономики</li></ul>
1965—1970 гг.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Начало активного привлечения прямых иностранных инвестиций;</li><li>• Рост добровольных и обязательных национальных сбережений как источника инвестиций</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Производство экспортной продукции транснациональными компаниями (полупроводники, электронная промышленность);</li><li>• Развитие индустриальной и социальной инфраструктуры (жилищное строительство через HDB<sup>2</sup>)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Расширение налоговых стимулов для инвестиций в основной капитал, для экспортных отраслей;</li><li>• Повышение взносов в CPF и разрешение использования накоплений для приобретения жилья;</li></ul>

<sup>1</sup> См.: The Singapore Economy: New Directions. Executive Summary. Report of the Economic Committee / Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 1986. P. 3, 7, 9.

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.2

Годы	Цели инвестиционной политики	Направления инвестиций	Меры и инструменты инвестиционной политики
			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Беспшлинный ввоз оборудования и сырья, ускоренная амортизация основных средств;</li> <li>• Финансирование и поддержка компаний через EDB</li> </ul>
1971—1980 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Изменение структуры инвестиций — переход от трудоемких в сторону капиталоемких производств и развитие финансового сектора</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Экспортноориентированные производства (средняя добавленная стоимость, средний уровень квалификации, полуватоматизированные процессы);</li> <li>• Развитие государственных компаний в отдельных секторах (авиа, банковский и др.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сокращение стимулов для трудоемких производств и стимулирование наукоемких производств;</li> <li>• Меры по привлечению квалифицированных мигрантов и обучению рабочей силы Сингапура (совместные с ТНК образовательные центры, гранты компаниям на обучение кадров и др.)</li> </ul>
1981—1985 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост инвестиций в высокотехнологичные производства с высокой добавленной стоимостью, требующие высокой квалификации, технологически емкие и высокоавтоматизированные</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвестиции в автоматизацию и компьютеризацию</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сокращение заработной платы и налоговые льготы для стимулирования инвестиций бизнеса в автоматизацию</li> </ul>
1986—1997 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Изменение структуры инвестиций после рецессии 1984—1985 гг. — рост инвестиций в машины и оборудование и сокращение инвестиций в недвижимость;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Государственные инвестиции в технологии;</li> <li>• Развитие промышленных кластеров (химический, судостроительный, биомедицина, электроника);</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Распространение налоговых стимулов на сферу услуг;</li> <li>• Налоговые стимулы для компаний SME и компаний, выходящих на международные рынки;</li> </ul>

## 4.2. Инвестиционная политика

Окончание табл. 4.2

Годы	Цели инвестиционной политики	Направления инвестиций	Меры и инструменты инвестиционной политики
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост инвестиций в развитие технологической базы;</li> <li>• Диверсификация инвестиций — рост инвестиций в сферу услуг наравне с производством, развитие местных компаний и их выхода на международные рынки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие малых и средних компаний (SME);</li> <li>• Развитие компаний, расширяющих бизнес за пределы Сингапура</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Программы EDB для развития кластеров;</li> <li>• Программы обучения и повышения квалификации кадров;</li> <li>• Создание Фонда финансирования науки и технологий</li> </ul>
1998—2007 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие внешних инвестиций</li> <li>• Развитие инвестиций в малые и средние компании, имеющие международный потенциал</li> <li>• Развитие инвестиций в технологии и образование</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие кластеров: электроника, химия, инжиниринг, образование и медицина, операционные штабы компаний, медиа и коммуникации, логистика<sup>3</sup>;</li> <li>• Развитие проектов с ASEAN;</li> <li>• Государственные внешние инвестиции (Temasek)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Налоговые стимулы (минимально возможные налоговые ставки и взносы в CPF);</li> <li>• Программы государственного софинансирования и поддержки кластеров, венчурных компаний и малых компаний, гранты для развития НИОКР и технологий;</li> <li>• Создание благоприятных условий (двусторонние соглашения, частногосударственные партнерства, развитие базовой инфраструктуры и др.)</li> </ul>

<sup>1</sup> Программа поддержки предприятий, инвестирующих в Сингапур (Pioneer Industries Ordinance); перечень предприятий изменялся в соответствии с приоритетами экономической и инвестиционной политики.

<sup>2</sup> HDB контролировал вопросы приобретения земли, субсидировала покупку или аренду жилья для населения, в том числе групп с низкими доходами, а также устанавливала единые стандарты строительства для минимизации расходов. На более поздних этапах HDB создавал условия для обеспечения мультинациональной среды в домах, построенных HDB. См.: *Mauzy D. K., Milne R. S. Singapore Politics Under the People's Action Party. London and New York : Routledge, 2002. P. 90, 93.*

#### 4. Сингапур

<sup>3</sup> В 2013 г. структура промышленного выпуска по отраслям представлена следующим образом: электронная промышленность — 27,8%, химическая промышленность — 33,4% (при этом около 30% — нефть и нефтехимия), биомедицинская промышленность — 8,2%, точный и транспортный инжиниринг — 11,4% и 11,1%, общая промышленность (пищевая и проч.) — 8,1% (по данным Department of Statistics Singapore ([www.singstat.gov.sg](http://www.singstat.gov.sg))).

Источники:

Официальный сайт Ministry of Trade and Industry Singapore. <http://www.mti.gov.sg>.

The Singapore Economy: New Directions. Executive Summary; Report of the Economic Committee. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 1986.

Best Practices in Investment for Development. How to Integrate FDI and Skill Development. Lessons from Canada and Singapore / Investment Advisory Series. Series B. No. 5. New York and Geneva : United Nations Conference on Trade and Development, 2011.

Chia S. Y. The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution and Current Thinking. Singapore : Institute of International Affairs, 2005.

Lim J. J. and others. Foreign Investment in Singapore: Economic and Sociopolitical Ramifications / Institute of Southeast Asian Studies. Field Report № 13. April 1977.

Mauzy D. K., Milne R. S. Singapore Politics under the People's Action Party. London and New York : Routledge, 2002. P. 66—84.

Tan A. (National University of Singapore). Official Efforts to Attract FDI: Case of Singapore's EDB / EWC/KDI Conference on Industrial Globalization in the 21st Century: Impact and Consequences for East Asia and Korea, August 1999.

#### Норма накопления, ее поддержание

Норма накопления в Сингапуре в 1960—2012 гг. — одна из самых высоких в мире, в том числе среди стран «экономического чуда». Источниками инвестиций выступили национальные сбережения и прямые иностранные инвестиции, доля которых в финансировании основного капитала удваивалась каждые 15—20 лет (от 17 до 75% нормы накопления) (табл. 4.3, Приложение 10).

Таблица 4.3. **Инвестиции и сбережения в Сингапуре, %, средние значения за период**

Показатель	1959— 1965	1966— 1970	1971— 1980	1981— 1985	1986— 1990	1991— 2000	2001— 2012
Валовое накопление основного капитала к ВВП	13,6	24,3	36,4	45,7	33,0	34,9	24,5
Валовые сбережения к ВВП	x	x	27,2	40,3	39,9	47,7	43,1

## 4.2. Инвестиционная политика

Окончание табл. 4.3

Показатель	1959— 1965	1966— 1970	1971— 1980	1981— 1985	1986— 1990	1991— 2000	2001— 2012
Валовые сбережения за вычетом валового накопления основного капитала	x	x	-6,2	-5,4	6,9	12,8	18,6
Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / Валовое накопление основного капитала	x	x	16,9	18,4	38,3	36,2	75,5

Источники:

Валовое накопление основного капитала (Gross Fixed Capital Formation, Nominal, National Currency); ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — данные IMF IFS.

Валовые сбережения — на основе показателя валовые сбережения в процентах от ВВП (Gross Savings, % of GDP) (рассчитывается как валовой национальный доход за вычетом совокупного потребления плюс чистые трансферты) (с 1972 г.) — данные World Bank Database.

Прямые иностранные инвестиции (Inward Foreign Direct Investment, Flows, US dollars) — данные UNCTADstat.

Высокая норма сбережений обусловлена значительным частным сбережением — около 75% всех сбережений в 1970—1992 гг.) (табл. 4.4). Высокий уровень частных сбережений во многом был обусловлен ростом численности экономически активного населения — с 55% в 1960-х до 70% в 1980-х гг., и в меньшей степени — некоторыми налоговыми льготами (на прирост капитала, проценты по депозитам в Почтовом банке), отсутствием государственной системы социального обеспечения<sup>1</sup>. В то же время можно предположить, что значительную долю частных сбережений составляли корпоративные сбережения, а не накопления населения. Несмотря на постоянное снижение уровня потребления домохозяйств Сингапура в период модернизации, его доля к ВВП оставалась довольно высокой — она снизилась с 80% в 1965 г. до 65—50% в 1970—1980-х гг. и 45—40% в 90-х гг. (см. Приложение 11). В составе частного сбережения в том числе постоянно увеличивающиеся накопления граждан в Цен-

<sup>1</sup> См.: Husaim A. M. Determinants of Private Saving in Singapore / Singapore: a Case Study in Rapid Development; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01. 1995. P. 46.

#### 4. Сингапур

тральном пенсионном фонде Сингапура (Central Provident Fund, CPF. Накопления в Центральном пенсионном фонде составляют от 20% до 36% всех сбережений в 1970— 1989 гг. (см. табл. 4.4).

Таблица 4.4. **Национальное сбережение, средние значения за указанный период, % ВВП**

Показатель	1970— 1974	1975— 1979	1980— 1984	1985— 1989	1990— 1992
Валовые национальные сбережения В том числе:	24,4	31,2	42,2	39,7	43,6
Частные сбережения	17,9	23,4	32,2	30,3	33,0
Центральный пенсионный фонд	4,8	8,9	14,2	14,4	13,8
Прочие сбережения	13,2	14,5	17,9	15,9	19,1
Государственные сбережения	6,5	7,8	10,0	9,4	10,7

Источник: *Husaim A. M. Determinants of Private Saving in Singapore / Singapore: a Case Study in Rapid Development*; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01. 1995. P. 43.

Центральный пенсионный фонд Сингапура создан в 1955 г. для обеспечения базового пенсионного минимума для работников. В настоящее время средства участников (активы CPF) составляют более 250 млрд сингапурских долларов, или 70% ВВП. Взносы зачисляются на индивидуальные счета работника в CPF, при этом CPF не является распределительной системой, т.е. работник использует данные взносы в полном объеме после выхода на пенсию. Выделяются три вида индивидуальных счетов: обычный счет (сбережения могут быть использованы для покупки жилья, страхования CPF, инвестиций и образования), специальный счет (для использования в пожилом возрасте и инвестиций в пенсионные финансовые продукты), медицинский — для медицинских расходов и для медицинского страхования. Предусмотрена возможность изъятия средств со всех счетов при выходе на пенсию (с 55 лет) свыше минимальной суммы (CPF Minimum Sum). Минимальная сумма — это сумма средств, образовавшаяся на пенсионном счете, который формируется по достижении 55 лет путем объединения средств обычного, специального и медицинского счетов (свыше минимальной медицинской суммы). С 1 июля 2013 г. минимальная сумма равна 148 тыс. сингапурских долларов и будет постепенно повышаться до достижения в 2015 г. суммы в 120 тыс. сингапурских долларов (в ценах 2003 г.). Для медицинских счетов минимальная сумма — 40,5 тыс. сингапурских долларов.

При этом CPF использовался не только для формирования сбережений (совокупная ставка обязательных взносов — от 11 до



#### 4.2. Инвестиционная политика

35—45%), но и для контрциклического регулирования экономики через влияние на уровень издержек бизнеса и абсорбирование излишней покупательной способности для стабилизации инфляции. До 90% свободных средств CPF размещаются в специальные выпуски государственных бумаг и депозиты MAS, с которых потом направляются на приобретение государственных ценных бумаг. Данные выпуски государственных ценных бумаг являются нерыночными, выпускаются специально для CPF на срок 20 лет. Ставка процента по ценным бумагам соответствует процентной ставке, выплачиваемой CPF по счетам участников. Таким образом, средства CPF выступали источником дешевого капитала для правительства. Они направлялись в том числе на финансирование строительства инфраструктуры, жилья. В 1988 г. 80% населения Сингапура жили в домах, построенных HDB, в том числе с использованием средств CPF<sup>1</sup> и др. (табл. 4.5).

Таблица 4.5. **Ключевые показатели деятельности Центрального пенсионного фонда Сингапура (CPF), %, средние значения за период**

Показатель	1955— 1960	1961— 1970	1971— 1975	1975— 1980	1981— 1985	1986— 1990	1991— 2000	2001— 2012
Совокупная ставка обязательных взносов в CPF	11	11	26	34	47	37	38	35
Совокупный объем средств на счетах CPF/ВВП	x	x	x	x	x	x	57*	59
Специальные выпуски государственных ценных бумаг / Чистые активы CPF	x	x	x	x	x	x	87**	92

\* По данным с 1993 г.

\*\* На конец 1992 г. (по данным *Husaim A. M. Determinants of Private Saving in Singapore / Singapore: a Case Study in Rapid Development*; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995. P. 44.

Источники: данные CPF Board, годовые отчеты CPF.

Примечание:

Совокупная ставка — сумма взносов работников и работодателя.

Средства на счетах CPF — сумма средств на счетах участников CPF.

<sup>1</sup> Цит. по: *Singapore: A Country Study* / ed. B. L. Lepoer. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989. <http://countrystudies.us/singapore/47.htm>.

#### 4. Сингапур

Государственные сбережения (25% всех национальных сбережений) (табл. 4.4) были обусловлены достижением стабильного профицита бюджета в 1969—1992 гг. (в среднем 1—3%, в 1990-х — 10% ВВП), а также низким государственным потреблением (10—12% ВВП) (Приложение 11). Государственные сбережения обеспечили инвестиции в физическую инфраструктуру и человеческий капитал, а также развитие государственных компаний, которые, по оценкам, в 1983 г. приносили доход до 30% ВВП<sup>1</sup>.

Приоритетом инвестиционной политики Сингапура являлось сохранение высокого уровня сбережений и гибкость в их управлении: стимулирование выхода бизнеса из рецессии (снижение ставки взноса для работодателей после рецессии и азиатского финансового кризиса, см. табл. 4.5); производительное использование сбережений в периоды рецессии (в докладе Экономического комитета 1986 г. рекомендовалось использовать средства сбережений на значимые проекты в общественной сфере, дающие косвенный экономический эффект, например, развитие туризма или реконструкция старых школ); решение проблемы «излишнего» сбережения в замедляющейся экономике — через направление избытка на экспорт, т.е. превращение Сингапура в чистого экспортера капитала в начале 1990-х гг. (см. табл. 4.3).

#### **Прямые иностранные инвестиции, собственность нерезидентов**

Несмотря на значительное превышение сбережений над нормой накопления (см. табл. 4.3), Сингапур активно привлекал иностранные инвестиции как источник технологий, инноваций, связей с глобальными сетями производства и дистрибуции<sup>2</sup>.

Объем накопленных прямых иностранных инвестиций удваивался каждые 10—15 лет (от 24% до 200% ВВП) (табл. 4.6, а также Приложение 12). Основные инвесторы — Великобритания, США, Япония (соответственно — от 30—12%, 18—27%, 8—21% инвестиций в 1970—1990 гг.), в 2000—2012 гг. — на них приходится по 10—15% инвестиций, повышение роли офшоров. До 1995 г. 40—50% инвестиций направлялись в производственный сектор и

---

<sup>1</sup> См.: *Lan C.-W.* Singapore's Export Promotion Strategy and Economic Growth (1965—84) / London University College. Development Planning Unit. DPU Working Paper № 116. March 2001. P. 6.

<sup>2</sup> См.: *Chia S. Y.* The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution and Current Thinking. Singapore Institute of International Affairs, 2005. P. 21.

#### 4.2. Инвестиционная политика

20—30% — в финансовый, в 1995—2000 г. доли секторов равны, сейчас — соответственно 20 и 40%. В то же время в 1998 и 2008 гг. наблюдалось снижение притока прямых инвестиций (их доля к ВВП составляла соответственно 7% и 6,4%) (Приложение 12).

С 1993 г. началось активное стимулирование выхода сингапурских компаний на международные рынки, что привело к росту прямых инвестиций Сингапура за границу. В то же время общий баланс прямых иностранных инвестиций в Сингапуре остается положительным (табл. 4.6).

Таблица 4.6. Прямые иностранные инвестиции в Сингапур в 1970—2011 гг.

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2011
Чистый приток прямых иностранных инвестиций, млрд долл. США	0,14*	0,25	1,14	0,81	3,54	4,75	10,57	4,24	28,28	29,67
Входящие прямые иностранные инвестиции, млрд долл. США										
<i>Потоки</i>	0,093	0,292	1,2	1	5,6	11,9	15,5	18,1	53,6	55,9
% ВВП	5	5	10	5	14	14	16	14	23	21
<i>Накопленные</i>	x	x	5,4	10,6	30,5	65,6	110,6	229,5	593,6	625,7
% ВВП	x	x	45	57	79	75	117	183	254	230
Структура по странам, всего, % В том числе:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Великобритания	30	28	26	16	12	10	5	15	8	8
США	18	18	23	27	18	17	16	13	11	12
Япония	8	10	12	14	21	19	15	14	8,5	8
Нидерланды	1	2	2	4	8	5	15	10	9,5	10
Европа (кроме Великобритании и Нидерландов)	x	x	x	x	x	20	26	18	19	19

#### 4. Сингапур

Окончание табл. 4.6

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2011
Азия (кроме Японии)	x	x	x	x	x	14	10	10	16	16
Офшоры (Британские Виргинские о-ва, Каймановы о-ва, Багамы, Бермуды)	x	x	x	x	x	x	x	15	22	21
Прочие страны	x	x	x	x	x	x	x	6	7	7
Структура по секторам, всего, %	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Производство	50	50	57	51	41	38	36	32	21	20
Финансовый сектор	19	22	17	28	34	37	36	37	43	43

\* В 1972 г.

Источники:

Чистый приток прямых иностранных инвестиций (рассчитан как алгебраическая сумма показателей «Прямые инвестиции за границу (исходящие потоки)» (Direct Investment Abroad, US dollars) и «Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки)» (Direct Investment in Reporting Economy, US dollars).

До 2009 г. — данные IMF IFS (2010), с 2010 г. — данные UNCTADstat.

Прямые иностранные инвестиции (потоки и накопленные) (Inward Foreign Direct Investment Flows/Stocks at year end, US dollars) — данные UNCTADstat.

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — данные IMF IFS.

Данные по географической и отраслевой структуре инвестиций:

1970—1999 гг. — по Chia S. Y. The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution and Current Thinking. Singapore Institute of International Affairs, 2005;

с 2000 г. (для 2000 г. — доля Европы и Азии дана по 1999 г.) — данные Department of Statistics Singapore ([www.singstat.gov.sg](http://www.singstat.gov.sg)).

Ключевыми факторами для иностранных инвесторов стали стабильность государственной политики в отношении иностранных инвестиций, квалифицированные кадры, налоговые льготы, развитая инфраструктура. Сингапур создавал «свободные зоны» и «зоны для обработки экспорта», которые предоставляли высоко-развитую инфраструктуру по низким (субсидируемым) ценам, а

#### 4.2. Инвестиционная политика

также возможность беспошлинного ввоза товаров для реэкспорта<sup>1</sup>. С начала индустриализации Сингапур проводил политику открытой экономики, обеспечив равные условия для национальных и внутренних инвесторов, отсутствие ограничений в части собственности, репатриации прибыли или капитала, использования иностранной рабочей силы. Исключением в части ограничений являются — требования для иностранных компаний, претендующих на использование специальных стимулирующих режимов, и инвестиции в ряд секторов телекоммуникационного и медиасектора, финансовых услуг, юридических, инжиниринговых и архитектурных услуг, бухгалтерских и налоговых услуг, владение жилой недвижимостью, энергетика (доступ к газовой инфраструктуре). Кроме того, Сингапур одним из первых в Юго-Восточной Азии начал использовать модель роста, основанную на привлечении транснациональных корпораций и иностранного капитала. С ростом объема инвестиций перенос производства в другие страны для капиталоемких производств становился невыгодным<sup>2</sup>.

Компании с иностранным участием, получившие статус «пионеров», обеспечили основной вклад в рост промышленного производства, несмотря на то, что доля таких предприятий снизилась с 17 до 4% от общего числа предприятий, их выпуск увеличился с 45 до 73% совокупного промышленного производства за период 1965—2003 г. (Приложение 13).

#### **Портфельные иностранные инвестиции, собственность нерезидентов**

С начала индустриализации (конца 1960-х гг.) в Сингапуре были устранены основные валютные ограничения и ограничения по счету капитала для нерезидентов (подробнее см. п. 4.7), что было связано с задачей создания международного финансового центра в Сингапуре и необходимостью развития офшорного банковского сектора. С созданием в 1968 г. Азиатского долларového рынка (ADM, см. п. 4.8) нерезиденты могли свободно инвестировать в инструменты денежного рынка, акции и облигации, а также выводить капитал и прибыль за пределы Сингапура.

---

<sup>1</sup> См.: *Lan C-W.* Singapore's Export Promotion Strategy and Economic Growth (1965—84). P. 5.

<sup>2</sup> См.: *Chia S. Y.* The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution and Current Thinking. P. 19; *Пахомова Л. Ф.* Модели процветания (Сингапур, Малайзия, Таиланд, Индонезия). М.: Институт востоковедения РАН, 2007. С. 24.

#### 4. Сингапур

Портфельные инвестиции (потоки) составляют незначительную величину по сравнению с прямыми — в среднем около 1% ВВП в 1972—2000 гг., с всплесками в предкризисные периоды (1998, 2007 гг.). В то же время накопленные объемы портфельных инвестиций составляли в 2001—2009 гг. около 67% ВВП (100% ВВП в 2007 г.). Показатель «Портфельные инвестиции / Прямые инвестиции (потоки)» в период 1972—2010 гг. не превышал, как правило, 20—40%, кроме нескольких лет, в том числе в 2007 г. (Приложение 14). В структуре портфельных инвестиций в настоящее время преобладают акции, в то же время до 1980-х гг. доля инвестиций в облигации была сопоставима с долей акций, что отражает постепенное развитие внутреннего фондового рынка.

#### 4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

В период модернизации общий уровень налоговой нагрузки оставался достаточно низким — около 17—30% (общие доходы бюджета к ВВП) в 1960—1970-е гг. (Приложение 11). Постепенное повышение данного показателя в 1980—1990-е гг. связано с ростом национального дохода и приближением экономики к статусу развитой.

Низкие государственные расходы обусловлены задачей сохранения положительного баланса государственного бюджета, одноуровневой структурой правительства (центральное правительство и государственные советы), отсутствием государственной системы социального обеспечения (действует в виде CPF), отсутствием значительных бюджетных субсидий для государственных советов и корпораций (большинство — на самофинансировании)<sup>1</sup>.

Приоритетом для налоговой политики Сингапура являлось понижение налогообложения до уровня, позволяющего стране оставаться конкурентоспособной на мировом рынке, при расширении налоговой базы. Целями налоговой политики выступили создание благоприятных условий для бизнеса, привлечение инвестиций в промышленность и финансовый сектор, привлечение талантливых и квалифицированных кадров в Сингапур, развитие новых отраслей и сферы услуг.

---

<sup>1</sup> См.: *Garling R. Fiscal and Monetary Policies / Singapore: a Case Study in Rapid Development*; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995.

#### 4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Налоговая политика была четко увязана с проводимой инвестиционной политикой, меры и инструменты носили целевой характер (четко определены задачи стимулирования, отрасли, виды деятельности), были стабильными (сохранялись в течение длительных периодов), а также давали возможность средне- и долгосрочного планирования.

Основные этапы, цели и инструменты налоговой политики Сингапура представлены в табл. 4.7.

Таблица 4.7. **Налоговая политика Сингапура в 1960—2013 гг.**

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
1959—1964 гг.	Налоговое стимулирование ключевых («пионерных») отраслей и расширения промышленного производства по ключевым товарам	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Освобождение от уплаты налога на прибыль на 5 лет;</li> <li>• Перенос убытков, списание амортизации против прибыли;</li> <li>• Налоговые льготы для действующих производителей, расширяющих производство ключевых товаров, на срок от 3 до 5 лет</li> </ul>
1965—1970 гг.	Расширение системы налоговых стимулов для укрупнения предприятий в части: <ul style="list-style-type: none"> <li>— привлечения иностранных инвестиций и инвесторов, в особенности транснациональных компаний;</li> <li>— развития экспортных производств</li> <li>— роста инвестиций в технологии и НИОКР;</li> <li>— развития офшорного банковского рынка</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение требований к «пионерным» и расширяющимся предприятиям: инвестиции в новые компании<sup>1</sup> — не менее 1 млн сингапурских долларов (326 тыс. долларов США), инвестиции в действующие — 3,26 млн долларов США (10 млн сингапурских долларов)<sup>2</sup> (с 1967 г.);</li> <li>• Снижение налога на прибыль с 40% до 4% для ключевых отраслей сроком до 15 лет;</li> <li>• Освобождение от налогов по процентам по иностранным займам, предоставленным предприятиям, действующим в Сингапуре;</li> <li>• Налоговые льготы по расходам на развитие экспорта;</li> <li>• Налоговые льготы для выплат иностранным компаниям платежей по лицензионным соглашениям, роялти и расходов на НИОКР (20% вместо 32%);</li> <li>• Снижение до 10% налога на проценты по депозитам, размещенным в Сингапуре нерезидентами;</li> </ul>

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.7

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отмена налога на процентные доходы нерезидентов (для развития Азиатского долларового рынка)<sup>4</sup></li> </ul>
1971—1980 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Налоговое стимулирование развития капиталоемких и экспортных производств;</li> <li>• Стимулирование развития офшорной банковской деятельности (развитие АСУ<sup>3</sup>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Для компаний, имеющих основной капитал 1 млн (новые) и 10 млн сингапурских долларов (действующие) — освобождение от уплаты налога на прибыль до 10 лет (для компаний с основным капиталом свыше 150 млн — до 15 лет), если экспорт превышает 100 тыс. сингапурских долларов и составляет как минимум 20% выручки;</li> <li>• Освобождение от уплаты налога в отношении 90% увеличения экспортной прибыли на срок до 5 лет;</li> <li>• Увеличение срока «пионерного» статуса до 10 лет для наукоемких производств, требующих квалифицированных кадров<sup>5</sup>;</li> <li>• В 1979—1980 гг. — стимулирование модернизации оборудования и автоматизации производства (инвестиционная льгота (investment allowance) — вычет до 50% инвестиций в основной капитал из налогооблагаемого дохода). Льготы для АСУ: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение ставки налога на прибыль для АСУ с 40% (общая ставка) до 10% для процентных доходов от внешних займов (1973);</li> <li>• Освобождение от налога на имущество (estate duty) депозитов нерезидентов в АСУ и облигаций на ADM, а также гербового сбора (stamp duty) в отношении некоторых офшорных кредитных соглашений в АСУ и сертификатов облигаций в долларах<sup>6</sup></li> </ul> </li> </ul>
1981—1990 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Общее снижение ставок подоходного налога и налога на прибыль корпораций;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• В начале 1980-х гг. — сокращение общей ставки корпоративного и подоходного налогов до 40%, в 1987 г. — до 33%;</li> <li>• Инвестиционные льготы — вычет 30% расходов на инвестиции в машины и оборудование из налогооблагаемого дохода<sup>7</sup>;</li> </ul>



#### 4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Продолжение табл. 4.7

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Налоговое стимулирование выхода местных компаний на международные рынки;</li> <li>• Налоговые льготы для развития финансового рынка и привлечения на него иностранных инвестиций</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стимулирование выхода местных компаний на международные рынки (сокращение убытков через списание налогов, освобождение от налогов для иностранных доходов, возвращаемых в Сингапур<sup>8</sup>).</li> </ul> <p>Стимулы на финансовом рынке:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— 1983 г. — пятилетние налоговые каникулы (были продлены впоследствии до 1993 г.) для ACU в отношении всех доходов по офшорным займам, синдицированным в Сингапуре; освобождение на 5 лет от уплаты налогов по офшорным доходам нерезидентов от офшорных фондов (впоследствии и для юнит-трастов), управляемых ACU или управляющими в Сингапуре (вознаграждение управляющих облагалось по ставке 10%, впоследствии льгота была продлена); отмена гербового сбора по всем чекам;</li> <li>— 1985 г. — освобождение от гербового сбора для всех офшорных кредитных соглашений ACU<sup>9</sup>;</li> <li>— 1988 г. — налоговые стимулы для торговли иностранными ценными бумагами — 10%-ная ставка (для комиссионных ACU от операций в пользу нерезидентов и за свой счет с ценными бумагами, номинированными не в сингапурских долларах);</li> <li>— 1988 г. — стимулы для развития ACU — освобождение ACU от гербового сбора по операциям в пользу нерезидентов и за свой счет с ценными бумагами, номинированными не в сингапурских долларах; освобождение от налога на доходы нерезидентов по облигациям ADM, размещаемым среди нерезидентов;</li> <li>— 1989 г. — 10%-ная ставка на доходы от международной торговли нефтью, в том числе для нефтяных трейдеров и членов SIMEX<sup>10</sup> и др.</li> </ul>

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.7

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
1990—1997 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение общей ставки налогообложения по корпоративному и подоходному налогам;</li> <li>• Введение косвенного налога на товары и услуги для стабилизации налоговых доходов бюджета;</li> <li>• Налоговые стимулы для развития финансового рынка</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поэтапное снижение общей ставки корпоративного и подоходного налогов с 33% до 26%;</li> <li>• Развитие финансового рынка:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— 10%-ная ставка налога для одобренных управляющих фондами в отношении доходов от кредитования и займов в иностранных ценных бумагах, операций АСУ;</li> <li>— 5%-ная ставка налога для АСУ в отношении трейдинга иностранными ценными бумагами, если их облагаемый доход выше 10 млн сингапурских долларов;</li> <li>— 5%-ная ставка для управляющих фондами с активами не менее 5 млрд сингапурских долларов, полученных от иностранных инвестиций АСУ, в отношении увеличения облагаемого дохода по сравнению с предшествующим годом)<sup>11</sup>;</li> <li>— сокращение общей ставки налога на прибыль с 40% до 25% и др.</li> </ul> </li> </ul>
1998—2007 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Пакет антикризисных мер по стимулированию экономики и финансового рынка, а также рынка недвижимости после азиатского финансового кризиса;</li> <li>• Налоговое стимулирование развития международного финансового центра (2002 г.) — привлечение иностранных инвесторов, развитие индустрии управления активами, развитие центра торговли деривативами;</li> <li>• Стимулирование инвестиций в новые отрасли и сферу услуг;</li> <li>• Налоговое стимулирование НИОКР (2007);</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Антикризисные меры (после 1997 г.):               <ul style="list-style-type: none"> <li>— сокращение корпоративного налога на прибыль с 30% до 20%;</li> <li>— сокращение налогов на недвижимость<sup>12</sup>;</li> <li>— 1999 г. — повышение до 3% лимита для налогового вычета общих резервов для банков и торговых банков;</li> <li>— приостановка на один год уплаты гербового сбора для операций с акциями для снижения издержек биржевых брокеров<sup>13</sup>;</li> <li>— сокращение сборов за иностранных рабочих<sup>14</sup>.</li> </ul> </li> <li>• Стимулирование развития МФЦ (с 2002 г.):               <ul style="list-style-type: none"> <li>— освобождение от налога доходов иностранных компаний, возвращающих прибыль в Сингапур;</li> <li>— понижение ставки подоходного налога для физических лиц с 2007 г. до 20%;</li> </ul> </li> </ul>

4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Продолжение табл. 4.7

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение налога на товары и услуги для реализации социальных программ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— освобождение от уплаты налога в отношении доходов для определенных финансовых услуг в рамках льготы по развитию финансового центра и центра управления активами (Finance and Treasury Centre) (2006);</li> <li>— льготная ставка налога по доходам от торговли деривативами (2004)</li> <li>— пониженная 10%-ная ставка по доходам от кредитования и займов в иностранных ценных бумагах и др.</li> <li>• Налоговое стимулирование НИОКР и новых отраслей:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— налоговый вычет расходов на НИОКР для всех компаний, налоговые стимулы для инновационных стартапов;</li> <li>— налоговые льготы для цифровых медиа и промышленного дизайна</li> </ul> </li> </ul>
2008—2013 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создание конкурентоспособных налоговых условий на международном рынке</li> <li>• Развитие инноваций и повышение производительности бизнеса (с 2010 г.), в особенности малыми и средними компаниями</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Понижение ставки корпоративного налога на прибыль до 18% (2008) и 17% (2010) (повышение вычета со 100 до 300 тыс. сингапурских долларов)</li> <li>• Меры:               <ol style="list-style-type: none"> <li>1) для развития бизнеса и привлечения инвестиций:                   <ul style="list-style-type: none"> <li>— пониженная налоговая ставка на пророст дохода от развития или расширения бизнеса, или освобождение от налога для определенных отраслей;</li> <li>— пониженная ставка налога для компаний, развивающих в Сингапуре головной офис для управления региональными или глобальными операциями;</li> <li>— Схема повышения производительности и развития инноваций (Productivity and Innovation Credit Scheme) (2011—2018 гг.) — в отношении видов деятельности, направленных на обучение сотрудников, приобретение IT-оборудования и программ, регистрацию и приобретение интеллектуальной собственности</li> </ul> </li> </ol> </li> </ul>

#### 4. Сингапур

Окончание табл. 4.7

Годы	Цели налоговой политики	Инструменты налоговой политики
		и др. (налоговый вычет до 400% расходов на каждый вид деятельности или денежная выплата и др.; 2) для стимулирования инвестиций в строительство/реконструкцию определенных объектов (в отношении капитальных расходов); 3) для развития финансового рынка: расширение налоговых льгот для определенных услуг и видов деятельности и др.

<sup>1</sup> Kong W. H., Hian T. H. Assessing Export Platforms: The Case of Singapore / CAER II Discussion Paper No. 72. National University of Singapore, April 2000. P. 13.

<sup>2</sup> Переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара в 1967 г. (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS.

<sup>3</sup> Азиатская валютная единица (Asian Currency Unit, ACU) — это отдельное подразделение финансового института для осуществления операций в иностранной валюте (кроме сингапурского доллара), по ней ведется обособленный учет.

<sup>4</sup> Tan K. G., Chen K. Singapore's Dichotomized Financial System / Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. Manila : Asian Development Bank, September 1999. P. 88.

<sup>5</sup> Kong W. H., Hian T. H. Op. cit.

<sup>6</sup> Tan K. G., Chen K. Op. cit. P. 103; Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 158.

<sup>7</sup> The Singapore Economy: New Directions. Executive Summary: Report of the Economic Committee. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 1986. P. 3—4.

<sup>8</sup> Lim L., Pan E. F. Foreign Direct Investment and Industrialisation in Malaysia, Singapore, Taiwan and Thailand. OECD, 1991. P. 54.

<sup>9</sup> Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 162.

<sup>10</sup> Ibid. P. 164—166.

<sup>11</sup> Singapore: 2009. Article IV Consultation —Staff Report; Staff Statement; Public Information. Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Singapore / IMF. Country Report No. 09/269. August 2009. P. 14.

<sup>12</sup> Ngiam K. J. Coping with the Asian Financial Crisis: The Singapore Experience / Visiting Researchers Series No. 8(2000). Institute of Southeast Asian Studies, 2000.

<sup>13</sup> Monetary Authority of Singapore. Annual Report 1997/98. P. 22.

<sup>14</sup> Executive Summary 1998. Committee on Singapore's Competitiveness, Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, November 1998. P. 22.

Источники:

Garling R. Fiscal and Monetary Policies / Singapore: a Case Study in Rapid Development; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995.

#### 4.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

*Drysdale P.* Reform and Recovery in East Asia. Routledge, 2005.

*Chwee H. T.* Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 159—181.

Annual Reports 2004/2005-2012/2013. Inland Revenue Authority of Singapore.

Динамика уровня налоговой нагрузки (ставки подоходного налога и корпоративного налога на прибыль) представлена в таблице ниже (табл. 4.8).

Таблица 4.8. **Налоговая нагрузка в Сингапуре в 1965—2013 гг.**

Показатель	1965—1979	1980—1986	1987—1989	1990 / 1991—1992 / 1993	1994—1996 / 1997—2000	2001 / 2002 / 2003—2004	2005—2007	2008—2009	2010—2013
Ставка корпоративного налога на прибыль*, %	40	40	33	32/ 31/ 30	27/ 26	25,5/ 24,5/ 22	20	18	17

\* Ставка подоходного налога для физических лиц зависит от суммы облагаемого дохода, но в целом максимальная ставка (для суммы свыше 320 тыс. сингапурских долларов) повторяет динамику корпоративного налога, за исключением снижения в 2005 и 2008 гг. (соответственно составляла 22% и 20%).

Источники: *Garling R.* Fiscal and Monetary Policies / Singapore: a Case Study in Rapid Development; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995; *Kong W. H., Hian T. H.* Assessing Export Platforms: The Case of Singapore / CAER II Discussion Paper No. 72. National University of Singapore, April 2000. P. 13; *Park D.* Foreign Direct Investment and Corporate Taxation: Overview of the Singaporean Experience. Nanyang Technological University, 2006; Annual Reports 2004/2005-2012/2013. Inland Revenue Authority of Singapore.

Отдельным видом квазиналоговых платежей являлись обязательные взносы в CPF, взимавшиеся с работников и работодателей и, в отдельные годы, составлявшие около 35—40% с заработной платы (табл. 4.5). В то же время ставки обязательных взносов гибко регулировались — в период модернизации и роста экономики совокупная ставка постепенно повышалась, в кризисные периоды — снижалась, что позволяло снижать нагрузку на бизнес.

#### 4. Сингапур

##### 4.4. Денежно-кредитная политика

В денежной политике Сингапура можно выделить следующие ключевые этапы развития.

С 1967 г. по 1980 гг.: управление комплексом объектов денежной политики, включая денежное предложение, процентные ставки, объем кредитов, а также валютный курс<sup>1</sup>.

С 1981 г. по настоящее время: в условиях высокой открытости экономики Сингапура и развития валютного и денежного рынка MAS переходит к денежно-кредитной политике, ориентированной на управление валютным курсом, который становится основным инструментом для регулирования уровня инфляции<sup>2</sup>. В рамках изменения денежной политики MAS также перешел от административных к рыночным методам денежно-кредитного регулирования, что было обусловлено повышением уровня развития финансовых рынков и экономики Сингапура, а также задачей формирования международного финансового центра и необходимостью либерализации регулирования финансовой системы.

Особенности денежно-кредитной политики Сингапура определяются следующими факторами:

— небольшой размер экономики и высокий уровень ее открытости (доля импорта-экспорта — около 180—200% ВВП)<sup>3</sup> делают невозможным одновременное управление валютным курсом, процентными ставками и денежным предложением, поэтому процентные ставки и денежное предложение определяются внешними факторами;

— преобладание иностранных инвестиций в качестве источника финансирования экономического роста приводит к тому, что

---

<sup>1</sup> *Dekle R., Pradhan M.* Financial Liberalization and Money Demand in ASEAN Countries: Implications for Monetary Policy / IMF Working Paper WP/97/36. International Monetary Fund, Asian and Pacific Department. March 1997. P. 9.

<sup>2</sup> В настоящее время в условиях повышения инфляции (с 2010 г. — около 4—5%) и снижения экономического роста остается дискуссионным вопрос об адекватности сохранения денежно-кредитной политики MAS, основанной на управлении валютным курсом, а не уровнем процента. Но по оценкам MAS, переход на управление процентными ставками и их повышение может привести как к дальнейшему росту инфляции (в условиях открытой экономики), так и к сильному укреплению сингапурского доллара, что в целом негативно отразится на экономике и финансовом секторе Сингапура (см.: *Menon R.* (Managing Director of the MAS). Securing Price Stability as Singapore Restructures. Speech at the Asian Bureau of Financial and Economics Research (ABFER) Opening Gala Dinner, May 2013. <http://www.bis.org/review/r130523d.pdf?frames=0>.

<sup>3</sup> По данным платежного баланса Сингапура. Департамент статистики Сингапура (Department of Statistics Singapore. <http://www.singstat.gov.sg>).

#### 4.3. Денежно-кредитная политика

изменения в денежной массе в основном определяются чистым притоком / оттоком иностранного капитала (доля накопленных иностранных инвестиций к ВВП — 240%, денежный агрегат M2 к ВВП около 130% — см. Приложения 12, 15);

— уровень внутренних процентных ставок не является инструментом денежно-кредитного регулирования, влияние на процентные ставки ограничено, и они определяются в основном внешними факторами и ожиданиями относительно курса сингапурского доллара;

— высокая доля импорта в экономике Сингапура приводит к тому, что инфляция является в основном импортируемой, поэтому изменение валютного курса оказывает прямое влияние на импортируемую инфляцию и косвенное — на внутренние источники инфляции (цены на внутренние товары и заработная плата);

— постоянный бюджетный профицит, а также обязательные взносы в CPF оказывают негативное влияние на уровень ликвидности в банковской системе, которое должно быть компенсировано операциями MAS.

Цели и содержание, особенности этапов развития денежно-кредитной политики приведены в табл. 4.9.

Таблица 4.9. Основные этапы денежно-кредитной политики Сингапура

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
<i>1 этап: 1967—1980 гг.</i>			
1967—1974 гг.	1967 г. — создание национальной валюты — сингапурского доллара. 1972—73 гг. — повышение резервных требований (с 3,5% до 5%, потом до 9%) для сдерживания роста ликвидности и объемов кредитов и растущей инфляции. 1973 г. — установление «плавающего» курса сингапурского дол-	Цель — сдерживание инфляции и регулирование уровня кредита в условиях экономического роста.  Применение прямых методов денежно-кредитного регулирования	<i>Методы прямого денежно-кредитного регулирования:</i> — изменение минимальных резервных требований; — изменение процентных ставок; — селективная кредитная политика (кредитные лимиты, выборочные кредитные рекомендации (credit guidelines) — применялась только в 1974 г.

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.9

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
	<p>лара для борьбы с резким ростом инфляции и притоком спекулятивного капитала.</p> <p>1973 г. — создание Ассоциации банков Сингапура, формирование картеля по процентным ставкам (см. п. 4.5).</p> <p>1974 — январь</p> <p>1975 гг. — кредитные лимиты для банков и финансовых компаний для снижения инфляции</p>		
1975—1980 гг.	<p>1975 г. — расформирование картеля по процентным ставкам.</p> <p>1978 г. — снятие последних ограничений по счету капитала для резидентов (см. п. 4.7)</p>	<p>Цель — возвращение ликвидности в банковский сектор, стабильный валютный курс.</p> <p>Постепенный переход от прямых методов к рыночным методам денежно-кредитного регулирования в соответствии с целями развития международного финансового центра в Сингапуре</p>	<p><i>Рыночные методы регулирования:</i></p> <p>— операции на валютном и денежном рынках<sup>1</sup>;</p> <p>— отказ от использования резервных требований и кредитных лимитов в качестве основных инструментов денежно-кредитного регулирования</p>
<p>2 этап: 1981—2013 гг.</p>			
1981—1985 гг.	<p>1985 г. — для предотвращения спекулятивной атаки на сингапурский доллар операции на денежном рынке не проводились для ограничения объема ликвидности у банков</p>	<p>Цель — обеспечение низкой инфляции (ценовой стабильности) для устойчивого экономического роста.</p>	<p><i>Управление валютным курсом</i></p> <p>Операционная цель — номинальный эффективный курс сингапурского доллара (курс по отношению к корзине</p>



### 4.3. Денежно-кредитная политика

Продолжение табл. 4.9

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
		<p>Реализация денежной политики, основанной на управлении курсом сингапурского доллара. Показатели денежной массы или процентные ставки не таргетируются.</p> <p>Дополнительная цель — обеспечение достаточной ликвидности для банковского сектора и стабильного неинфляционного роста, недопущение чрезмерной волатильности процентных ставок.</p> <p>Объем операций на денежном рынке зависит от динамики денежных потоков CPF и правительства, выпуска валюты, чистого выпуска государственных ценных бумаг, а также от экономических и рыночных условий.</p> <p>Использование отдельных методов прямого денежно-кредитного регулирования в периоды кредитного бума для сдерживания формирования «пузырей» и накопления системного риска.</p> <p>После кризиса 2008 г. — дополнение денежной политики мерами микро- и макропруденциального</p>	<p>валют стран — основных торговых партнеров и конкурентов Сингапура, взвешенных по доле в торговле) в пределах установленных границ.</p> <p>Инструменты — интервенции на валютном рынке (спотовые и форвардные операции) для сглаживания волатильности валютного курса.</p> <p>Дополнительным фактором, усиливающим роль интервенций, является политика ограничения международного использования сингапурского доллара</p> <p><i>Управление ликвидностью</i></p> <p>Операции на денежном рынке (валютные свопы, прямое заимствование/кредитование до 1998 г.; операции репо и обратного репо с государственными ценными бумагами, ценные бумаги MAS).</p> <p>Инструменты предоставления дневной ликвидности финансовым институтам.</p> <p>Отдельные инструменты прямого регулиро-</p>

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.9

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
1985—1997 гг.	1996 г. — для сдерживания роста цен на жилье кредиты были ограничены 80% стоимости жилья при обычной практике 100%-ного финансирования	надзора для обеспечения финансовой стабильности. Осуществляется через мониторинг уровня цен, цен на активы, роста объемов кредита и финансовой стабильности <sup>4</sup>	вания: ограничение коэффициента «кредит/стоимость объекта недвижимости» и сроков кредита
1998—2007 гг.	<p>1997 г. — обеспечение рынка достаточной ликвидностью.</p> <p>1998 г. — расширение инструментов управления ликвидностью (репо с государственными ценными бумагами); снижение резервных требований с 6 до 3% (для повышения гибкости банков в управлении ликвидностью).</p> <p>2000 г. — введение инструмента предоставления ликвидности в конце дня.</p> <p>2001 г. — операции по увеличению объемов банковской ликвидности для стабилизации рынка после 11 сентября 2001 г.</p> <p>2002 г. — к MAS перешла функция эмиссии денег.</p> <p>2003, 2006 гг. — предоставление MAS инструментов дневной ликвидности</p>		

#### 4.3. Денежно-кредитная политика

Продолжение табл. 4.9

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
2008—2013 гг.	<p>2008—2009 гг. — расширение видов обеспечения для инструментов предоставления ликвидности</p> <p>2008 г. — соглашение MAS о временных валютных свопах (до 2010 г.) с Федеральной резервной системой США на 30 млрд долл. США для обеспечения ликвидности на финансовом рынке<sup>2</sup>.</p> <p>2009—2010 гг. — меры макроprudенциального регулирования для предотвращения «пузыря» на рынке недвижимости и автотранспорта, в том числе включающие денежно-кредитные меры:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— снижение коэффициента «кредит/стоимость объекта жилой недвижимости» и ограничения сроков ипотечных кредитов до 35 лет;</li> <li>— снижение коэффициента «кредит/стоимость машины» до 50—60% и срока кредита до 5 лет<sup>3</sup>.</li> </ul> <p>2010 г. — снижение требований для использования инструментов ликвидности.</p>		

#### 4. Сингапур

Окончание табл. 4.9

Годы	Особенности денежно-кредитной политики и ее условий	Цели и содержание денежно-кредитной политики	Инструменты денежно-кредитной политики
	2011 г. — выпуск MAS ценных бумаг для расширения перечня ликвидных активов		

<sup>1</sup> A Survey of Singapore's Monetary History. Economics Department, Monetary Authority of Singapore, Occasional Paper № 18. January 2000. P. 27.

<sup>2</sup> Annual Report 2008/2009. MAS, 2009. P. 2009. Фактически использовать средства по данному соглашению не понадобилось.

<sup>3</sup> Резкий рост цен на жилую недвижимость в 2009 г., рост объемов ипотечного кредитования. По данным Menon R. (Managing Director of the MAS). Securing Price Stability as Singapore Restructures.

<sup>4</sup> Tee O. C. (MAS Deputy Managing Director). An Exchange-Rate-Centred Monetary Policy System: Singapore's Experience. BIS Papers № 73. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73w.pdf>.

Источники:

A Survey of Singapore's Monetary History. Occasional Paper № 18. Economics Department, Monetary Authority of Singapore, January 2000;

Monetary Policy Operations in Singapore. Monetary Authority of Singapore (и 2007, и 2013 гг.);

Monetary Policy Operating Procedures in Singapore. Monetary Authority of Singapore / Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies. BIS Policy Papers No. 5. Bank for International Settlement, March 1999. P. 218—227.

Эффективность проводимой денежно-кредитной политики, основанной на управлении валютным курсом, проявляется в достижении стабильно низкого уровня инфляции (среднее значение 2,3% в 1980—2013 гг.) при высоких темпах экономического роста (табл. 4.10), а также в поддержании высокого уровня монетизации экономики (55—90% в 1965—1997 гг.) и насыщенности кредитами (17—70% в 1965—1997 гг.).

Другой особенностью денежно-кредитной политики Сингапура является стабильность денежной базы на протяжении всего независимого существования Сингапура (не превышала 20% ВВП), несмотря на постоянный приток иностранного капитала и отсутствие традиционных операций по стерилизации избыточной ликвидности (см. табл. 4.10, подробнее Приложение 15). Одна из ключевых причин — использование механизма квазистерилизации через CPF: средства CPF размещаются на депозитах в MAS и инвестиру-

#### 4.3. Денежно-кредитная политика

ются в специальные выпуски государственных ценных бумаг; выручка от выпуска бумаг<sup>1</sup> размещается в виде депозитов правительства в MAS и инвестируется в составе международных резервов на иностранных рынках капитала через Государственную инвестиционную корпорацию (Government of Singapore Investment Corporation, GIC)<sup>2</sup>. Государственная инвестиционная корпорация (GIC) — это корпорация, созданная Сингапуром в 1981 г., осуществляющая управление активами государства (частью международных резервов в виде депозитов правительства в MAS, а также долей в государственном холдинге Temasek). GIC также рассматривают как суверенный фонд Сингапура. GIC не раскрывает объем активов государства, находящихся в ее управлении. В разные периоды средства CPF составляли около 50—70% международных резервов Сингапура (см. табл. 4.10, подробнее Приложение 15).

Таблица 4.10. **Инфляция, монетизация и насыщенность кредитами в Сингапуре, %**

Год	Инфляция	Денежная масса/ВВП	Внутренний кредит/ВВП	Денежная база/ВВП	Международные резервы/ВВП	Инвестиции CPF <sup>1</sup> /Международные резервы	Государственный долг/ВВП
1961	0,4	х	х	х	х	х	х
1965	0,2	55,8	16,7	18,8	44,1	х	17,4
1970	0,5	66,3	20,0	15,3	52,7	х	37,2
1975	2,5	61,0	22,8	16,4	52,0	х	44,5
1980	8,5	64,0	42,5	17,3	54,5	х	61,9
1985	0,5	72,3	77,4	17,8	69,6	89,9	84,8
1990	3,5	92,5	61,8	16,5	71,6	65,1	77,0
1995	1,7	85,7	61,9	14,3	79,0	60,2	72,7

<sup>1</sup> В условиях профицита бюджета формирование государственного долга обусловлено только потребностями CPF, а также нуждами MAS для обеспечения ликвидности на денежном рынке.

<sup>2</sup> См.: *Quek W. Y., Wu Y. A Quasi-Sterilisation Model for Singapore* / Nanyang Technological University. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.39.2240&rep=rep1&type=pdf>.

#### 4. Сингапур

Окончание табл. 4.10

Год	Инфляция	Денежная масса/ВВП	Внутренний кредит/ВВП	Денежная база/ВВП	Международные резервы/ВВП	Инвестиции CPF <sup>1</sup> /Международные резервы	Государственный долг/ВВП
2000	1,4	105,1	77,9	11,4	84,8	х	82,6
2005	0,4	105,3	62,1	11,2	92,5	49,5	95,8
2010	2,8	127,6	82,4	х	96,7	56,9	101,7
2012	4,5	137,6	99,5	х	91,1	66,9	х

<sup>1</sup> Инвестиции CPF — это средства CPF, вложенные в специальные выпуски государственных ценных бумаг, и средства, размещенные на специальных депозитах в MAS.

Источник: данные IMF IFS.

Инфляция (Consumer Price Index, Percent change);

Денежная масса (Money+Quasi-Money (M2), National Currency), Внутренний кредит (Domestic Credit, National Currency) (для 2010—2012 гг. — данные World Bank Database);

Денежная база (Reserve Money, Monetary Base, National Currency);

Государственный долг (Gross Debt, Government Finance) (для 2010—2011 гг. — приведен показатель «Государственный долг,% ВВП» (General Government Gross Debt,% GDP) по данным IMF World Economic Outlook Database October 2014).

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency).

Инвестиции CPF (данные CPF Board, годовые отчеты CPF; с 1981—1997 гг. — Capital Account and Exchange Rate Management in a Surplus Economy: the Case of Singapore / Occasional Paper № 11. MAS, March 1999.

#### 4.5. Процент, процентная политика

Денежно-кредитная политика MAS основана на управлении валютным курсом для достижения ценовой стабильности. В условиях высокой открытости экономики MAS не использует внутренние процентные ставки как инструмент денежно-кредитного регулирования — повышение ставок (в отсутствие ограничений по счету капитала и стабильных макроэкономических показателей) приведет к росту притока иностранного капитала, денежной массы и инфляции, а следовательно, компенсирует усилия MAS по воздействию на процентные ставки.

Либерализация политики процентных ставок происходила в русле общей либерализации финансового сектора и его дерегулирования:

#### 4.5. Процент, процентная политика

1973 г. — создана Ассоциация банков Сингапура<sup>1</sup>.

1973—1975 гг. — действует картельная система, в рамках которой MAS вместе с Ассоциацией банков Сингапура устанавливает фиксированные минимальные ставки кредитования<sup>2</sup>. Действуют системы дисконтных домов, проводящих операции с казначейскими облигациями, коммерческими бумагами и межбанковскими депозитами. Для получения ликвидности банки обращаются в MAS через дисконтные дома.

1975 г. — ликвидация процентных картелей, которые в условиях развития денежного рынка не могли обеспечить достаточную ликвидность рынку, либерализация процента — банкам разрешено устанавливать собственные процентные ставки<sup>3</sup>.

1976—1980 гг. — уровень процентных ставок определяется в основном внешними факторами.

1981 г. — по настоящее время — в рамках режима управляемого плавающего курса сингапурского доллара MAS не осуществляет контроль за уровнем внутренних процентных ставок и денежной массы. В рамках регулирования уровня ликвидности банковского сектора MAS стремится к обеспечению выполнения банками резервных требований и проведения расчетов, а также к предотвращению чрезмерных колебаний внутренних процентных ставок, но уровень процента не является инструментом денежно-кредитного регулирования.

MAS не устанавливает какой-либо единой процентной ставки (например, учетной ставки или ставки репо), являющейся индикатором денежно-кредитной политики<sup>4</sup>. Ключевая процентная ставка, на которую MAS непосредственно влияет через операции на денежном рынке, — это межбанковская процентная ставка (interbank rate).

---

<sup>1</sup> Association of Banks in Singapore. Образована из Ассоциации банков Малайзии и Сингапура после прекращения Соглашения о взаимозаменяемости валют между Малайзией и Сингапуром.

<sup>2</sup> Monetary Policy Operating Procedures in Singapore. Monetary Authority of Singapore / Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies. BIS Policy Papers No. 5. Bank for International Settlement, March 1999. P. 221.

<sup>3</sup> Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 159.

<sup>4</sup> Monetary Policy Operating Procedures in Singapore. Monetary Authority of Singapore. <https://www.bis.org/publ/plcy05k.pdf>; Chong L. S. (Senior Press Officer, MAS). Letter to Forum: Response to Concerns about Interest Rates and Bank Charges. <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/press-releases/1998/response-to-concerns-about-interest-rates-and-bank-charges—20-may-1998.aspx>.

#### 4. Сингапур

Основными инструментами для снижения волатильности процентных ставок являются:

— минимальные резервные требования к банкам — минимальный баланс наличности на счетах в MAS за две недели в размере 3% от соответствующих обязательств (при этом ежедневный баланс может колебаться от 2 до 4%, что снижает недостаток ликвидности в течение дня и волатильность процентных ставок);

— инструменты предоставления дневной ликвидности (предоставление дневной ликвидности через операции репо с государственными ценными бумагами и бумагами MAS; инструмент для размещения или заимствования средств под обеспечение по рыночным ставкам).

Динамика процентных ставок в Сингапуре в значительной степени определяется внешней конъюнктурой (процентными ставками США) и ожиданиями относительно изменения курса сингапурского доллара (Приложение 16).

#### 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

В валютной политике Сингапур придерживается стратегии сильной и стабильной национальной валюты, обеспечивающей стабильность цен в условиях небольшой и максимально открытой экономики. Сильная национальная валюта рассматривается MAS как гарантия стабильности и надежности экономики Сингапура и его правительства.

С 1981 г. в Сингапуре реализуется политика управляемого плавающего курса<sup>1</sup>. В периоды стабильности и экономического роста MAS проводит политику умеренного укрепления сингапурского доллара, что позволяет снижать импортируемую и внутреннюю инфляцию, уменьшать внешний и внутренний спрос, тем самым не допуская перегрева экономики<sup>2</sup>. В кризисные периоды MAS уменьшает темпы укрепления или позволяет национальной валюте ослабевать для восстановления экономики.

Динамика номинального эффективного валютного курса, а также темпы роста экономики и инфляции в ключевые периоды представлена в табл. 4.11 (подробнее см. Приложение 17).

---

<sup>1</sup> В соответствии с классификацией МВФ в Сингапуре реализуется режим управляемого валютного курса без установления предопределенного уровня валютного курса. См.: De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework. IMF, July 2006.

<sup>2</sup> См.: Singapore's Exchange Rate Policy. Monetary Authority of Singapore, February 2001. P. 8.



Таблица 4.1.1. Динамика курса сингапурского доллара, ВВП и инфляции в Сингапуре, 1967—2013 гг., %, средние значения за период

Показатель	1967— 1971	1972— 1973	1973— 1975	1976— 1980	1981— 1984	1985— 1988	1989— 1996	1997— 2000	2001— 2007	2008— 2009	2010— 2013
Изменение номинального эффективного курса сингапурского доллара	1,0	6,7	6,7	1,6	13,8	-16,2	32,6	-3,2	1,8	-0,1	9,0
Инфляция	1,2	10,9	12,5	3,8	8,0	0,3	2,5	0,8	0,9	3,6	3,7
Темпы роста ВВП	13,1	12,3	5,6	8,6	8,8	5,7	8,9	5,4	6,0	0,7	6,8

Источник: расчеты на основе данных IMF IFS.

Изменение номинального эффективного курса сингапурского доллара (Nominal Effective Exchange Rate, Consumer Price Index): «+» — укрепление, «-» — ослабление по отношению к корзине валют за указанный период (год к году); инфляция (Consumer Index Price, Percent Change); темп роста ВВП — средние значения за указанные периоды рассчитаны для ВВП в постоянных ценах 2005 г. (Gross Domestic Product at 2005 Market Prices) на основе данных Department of Statistics Singapore (<http://www.singstat.gov.sg>).

#### 4. Сингапур

Важными инструментами обеспечения стабильности национальной валюты и денежно-кредитной политики являлись:

— значительный объем международных резервов MAS (выросли с 55 до 92% ВВП в 1980—2013 гг.), из которых до 50—70% фактически сформированы за счет средств CPF (с. табл. 4.10), и профицитный бюджет;

— реализация политики предоставления займов / кредитов в сингапурских долларах финансовым институтам-нерезидентам (или ранее — политика ограничения международного использования (non-internationalisation) сингапурского доллара), т.е. ограничение использования национальной валюты за пределами Сингапура на цели, не связанные с реальной экономикой (подробнее см. ниже); постепенная либерализация и снятие данных ограничений для развития внутреннего валютного рынка;

— разграничение внутреннего рынка национальной валюты и офшорного сектора через введение в 1968 г. специальной расчетной единицы для Азиатского валютного рынка — Азиатской валютной единицы (ACU). ACU, с одной стороны, способствовала развитию Азиатского валютного рынка и офшорного банковского рынка, так как позволяла финансовым институтам более свободно совершать операции с иностранной валютой и нести меньшую регулятивную нагрузку<sup>1</sup>, с другой стороны, предотвращала излишний спрос иностранных инвесторов на сингапурский доллар и ограничивала риски внешних шоков<sup>2</sup> (подробнее см. п. 4.8).

Цель валютной политики — обеспечение ценовой стабильности для достижения устойчивого экономического роста<sup>3</sup>.

Основные элементы валютной политики Сингапура<sup>4</sup>:

— ключевой объект управления — номинальный эффективный курс сингапурского доллара (Nominal Effective Exchange Rate of Singapore Dollar, S\$NEER; далее — курс), определяемый по отно-

<sup>1</sup> См.: Tee O. C. Singapore's policy of non-internationalisation of the Singapore dollar and the Asian dollar market / BIS Papers № 15. April 2003. P. 93.

<sup>2</sup> См.: Tan K. G., Chen K. Singapore's Dichotomized Financial System / Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. Manila : Asian Development Bank, September 1999. P. 89.

<sup>3</sup> См.: Monetary Policy Operations in Singapore. Monetary Authority of Singapore, March 2013.

<sup>4</sup> См.: Tee O. C. An Exchange-Rate-Centred Monetary Policy System. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisap73w.pdf>.

#### 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

шению к корзине валют основных торговых партнеров и конкурентов Сингапура, взвешенных по их доле в торговле с Сингапуром;

— применение режима управляемого плавающего курса, т.е. S\$NEER может колебаться в пределах границ, устанавливаемых MAS и не раскрываемых публично;

— регулярный пересмотр границ колебаний («наклона») S\$NEER для корректировки курса в соответствии с макроэкономическими факторами;

— инструменты — валютные интервенции — при достижении курсом пределов установленных границ или сильных колебаниях MAS выходит на рынок для покупки/продажи сингапурских долларов против доллара США. Для стерилизации влияния интервенций, а также денежных потоков правительства и CPF<sup>1</sup> на уровень ликвидности в банковском секторе MAS проводит операции на денежном рынке по увеличению / уменьшению ликвидности (см. п. 4.4, табл. 4.9);

— раскрытие информации — полугодовые обзоры денежной политики;

— средне- и долгосрочный горизонт планирования валютной политики<sup>2</sup>.

Краткая характеристика эволюции валютной политики Сингапура представлена в табл. 4.12; см. также табл. 4.11.

Таблица 4.12. Основные этапы и содержание валютной политики Сингапура

Этап	Особенности валютной политики	Цели и содержание валютной политики	Динамика инфляции
<i>1 этап: 1967—1980 гг.</i>			
1967—1971 гг.	1967 г. <sup>1</sup> — создание национальной валюты — сингапурского доллара, выпускаемого Советом валютных комиссаров Сингапура и привязанного к британскому фунту стер-	Цель — сохранение стабильной национальной валюты для обеспечения стабильности импортных цен и уровня жизни населения. Отказ от девальвации валюты вслед за девальвацией фунта и доллара	Низкая инфляция в условиях сохранения высокого уровня безработицы

<sup>1</sup> Постоянный профицит бюджета и накопление значительного объема частных сбережений в CPF снижают уровень ликвидности в банковском секторе.

<sup>2</sup> См.: A Survey of Singapore's Monetary History / Economics Department, Monetary Authority of Singapore. Occasional Paper № 18. January 2000. P. 32.

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.12

Этап	Особенности валютной политики	Цели и содержание валютной политики	Динамика инфляции
	лингов. Взаимозаменяемость валют с Малайзией и Брунеем. Девальвация фунта стерлингов. 1971 г. <sup>2</sup> — девальвация доллара США	в условиях роста <sup>3</sup> . Выпуск национальной валюты обеспечен международными резервами	
1972—1973 гг.	Привязка к курсу доллара США в условиях расформирования зоны фунта стерлингов и переключения большинства стран на доллар. До 1972 г. действует картельная система (между банками) установления валютного курса для операций свыше 250 тыс. сингапурских долларов. С 1972 г. — действуют дисконтные дома <sup>4</sup>	Цель — сохранение стабильной национальной валюты, привязанной к доллару США, для стимулирования интеграции Сингапура в международные финансовые рынки	Резкий рост инфляции в условиях притока спекулятивного иностранного капитала
1973—1975 гг.	1973 г. — установление плавающего курса (после распада Бреттон-Вудской системы и девальвации доллара США) (прекращена картельная система установления котировок валюты), прекращение взаимозаменяемости валют с Малайзией. 1975 г. — расформирование картеля по процентным ставкам	Цель — укрепление курса сингапурского доллара для сдерживания инфляции и притока спекулятивного капитала	Рост инфляции и замедление экономического роста после нефтяного шока; снижение инфляции за счет укрепления валюты
1976—1980 гг.	1978 г. — снятие последних ограничений по счету капитала (см. п. 4.7)	Цель — поддержание стабильного курса сингапурского доллара в условиях стабильного экономического роста.	Низкая инфляция

#### 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

Продолжение табл. 4.12

Этап	Особенности валютной политики	Цели и содержание валютной политики	Динамика инфляции
		Постепенный переход к рыночным методам денежно-кредитного регулирования	
<i>2 этап: 1981—2013 гг.</i>			
1981—1984 гг.	1981 г. — реализация денежно-кредитной политики, основанной на управлении «плавающим» курсом сингапурского доллара. 1983 — начало политики ограничения международного использования сингапурского доллара	Цель — стабильность цен для обеспечения экономического роста. Укрепление курса для сдерживания инфляции в условиях укрепления реального курса сингапурского доллара, притока капитала и роста экономики	Риски роста импортируемой инфляции, вызванные ростом мировых цен на нефть и заработной платы в Сингапуре; сдерживание инфляции за счет укрепления курса
1985 — 1988 гг.	1985 г. — спекулятивная атака на сингапурский доллар. Интервенции MAS для поддержания курса и отсутствие стерилизации интервенций в целях сокращения ликвидности в банковском секторе и сокращения спекулятивного спроса <sup>5</sup>	Цель — ослабление валютного курса для преодоления рецессии в условиях низкой инфляции. В то же время отказ от сильного ослабления курса для поддержки экспорта, что обусловлено высокой долей импорта в экономике и необходимостью сохранения низких трудовых издержек (приоритет — снижение издержек и повышение уровня сбережений)	Сохранение низкой инфляция в условиях низких мировых нефтяных и сырьевых цен
1989—1996 гг.	Подход MAS — «Рыночное определение курса сингапурского доллара, но с учетом его влияния на конкурентоспособность импорта и туристические расходы» <sup>6</sup> . 1991—1994 гг. — в условиях роста цен на недвижимость гра-	Цель — умеренное укрепление (в среднем около 4% в год) курса сингапурского доллара в условиях экономического роста для сдерживания инфляции	Умеренная инфляция

#### 4. Сингапур

Продолжение табл. 4.12

Этап	Особенности валютной политики	Цели и содержание валютной политики	Динамика инфляции
	ницы и темпы укрепления курса сингапурского доллара были увеличены		
1997—2000 гг.	1997 г. — ослабление сингапурского доллара по отношению к доллару США и укрепление относительно девальвированных валют азиатских стран, что дало в целом незначительное укрепление курса сингапурского доллара относительно корзины валют <sup>7</sup>	Цель — ослабление курса в условиях низкой инфляции для преодоления последствий Азиатского финансового кризиса. Повышение гибкости валютной политики и ее адаптация к посткризисным условиям — расширение корзины валют, по отношению к которым управляется курс сингапурского доллара. Отказ от значительного ослабления курса (подход, аналогичный 1985 г.)	Низкая инфляция
2001—2007 гг.	2001 г. — «нейтральная политика» — нулевое укрепление курса в условиях замедления экономики США 2004 — октябрь 2008 гг. — умеренное укрепление курса	Цель — умеренное и постепенное укрепление курса	Низкая инфляция
2008—2009 гг.	Октябрь 2008 г. — «нейтральная политика» — нулевое укрепление курса в условиях умеренной инфляции и рисков ухудшения внешней конъюнктуры. Апрель 2009 г. — снижение центра границ колебаний для сдерживания укрепления курса	Цель — сдерживание укрепления номинального курса сингапурского доллара Смягчение денежной политики и повышение ее гибкости для преодоления финансово-экономического кризиса <sup>8</sup>	Умеренная инфляция

#### 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

Окончание табл. 4.12

Этап	Особенности валютной политики	Цели и содержание валютной политики	Динамика инфляции
2010—2013 гг.	Апрель 2010 г. — повышение центра границ курса и их расширение в условиях повышенной волатильности на мировых финансовых рынках. 2012 г. — сужение границ колебаний курса	Цель — возвращение к политике умеренного и постепенного укрепления курса в условиях восстановления экономики и предотвращения ее перегрева, а также для сдерживания инфляции. Завершение периода гибкой посткризисной валютной политики	Повышение уровня инфляции в 2011—2012 гг., снижение в 2013 г. <sup>9</sup>

<sup>1</sup> До 1967 г. в Сингапуре и соседних странах (Малайзия, Бруней, Саравак и др.) действовал малайский доллар, привязанный к британскому фунту стерлингов и выпущенный Валютным советом (Board of Commissioners of Currency), который был расформирован в июне 1967 г.

<sup>2</sup> В 1971 г. был создан MAS как единый регулятор на финансовом рынке, объединивший монетарные, банковские и финансовые функции (кроме эмиссии денег), в результате — регулирование страхового сектора.

<sup>3</sup> A Survey of Singapore's Monetary History / Economics Department, Monetary Authority of Singapore. Occasional Paper № 18. January 2000.

<sup>4</sup> Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 158.

<sup>5</sup> В середине сентября 1985 г. во время спекулятивной атаки на сингапурский доллар MAS провела валютные интервенции, покупая сингапурские доллары. В то же время MAS не провела операции по стерилизации валютных интервенций (т.е. операции по предоставлению дополнительной ликвидности банковскому сектору путем покупки государственных облигаций) в целях намеренного сокращения уровня ликвидности в банковском секторе, а следовательно, увеличения издержек для спекулянтов по покрытию коротких позиций против сингапурского доллара. В результате снижение ликвидности в банковском секторе вызвало временный рост межбанковских ставок и последующее снижение спекулятивного спроса. См.: Monetary Policy Operations In Singapore. Monetary Authority of Singapore, March 2013. P. 13.

<sup>6</sup> Singapore: A Country Study / ed. B. L. Lepoer. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989. <http://countrystudies.us/singapore/38.htm>.

<sup>7</sup> Singapore's Exchange Rate Policy. Monetary Authority of Singapore, February 2001. P. 6—7.

<sup>8</sup> Singapore: 2009. Article IV Consultation — Staff Report; Staff Statement; Public Information. Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Singapore. IMF Country Report No. 09/269. August 2009. P. 8.

<sup>9</sup> Самый длительный период инфляции более 4% в истории Сингапура в условиях замедления экономического роста и «дешевых» денег. В то же время по сравнению с ростом мировых нефтяных и продуктовых цен (16% и 9% соответственно) в Сингапуре их рост составил соответственно в 2 и 4 раза меньше, См.: Menon R. (Managing Director of the MAS). Securing Price Stability as Singapore Restructures.

#### 4. Сингапур

Источники:

Tee O. C. An Exchange-Rate-Centred Monetary Policy System.

Singapore's Exchange Rate Policy. Monetary Authority of Singapore, February 2001;

A Survey of Singapore's Monetary History. Occasional Paper № 18. Economics Department, Monetary Authority of Singapore, January 2000;

Monetary Policy Operations in Singapore. Monetary Authority of Singapore (выпуски 2007 и 2013 гг.);

Monetary Policy Operating Procedures in Singapore. Monetary Authority of Singapore. URL: <https://www.bis.org/publ/plcy05k.pdf>;

Tse Y. K., Yip P. S. Exchange-Rate Systems and Interest-Rate Behavior: The Experience of Hong Kong and Singapore. Paper No. 9-2002. Singapore Management University, July 2002. URL: [http://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=2131&context=soe\\_research](http://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=2131&context=soe_research).

#### **Политика ограничения международного использования сингапурского доллара**

В настоящее время MAS реализует «политику предоставления займов / кредитов в сингапурских долларах финансовым институтам — нерезидентам», направленную на предотвращение спекуляций с сингапурским долларом и не связанную с какими-либо валютными ограничениями или ограничениями по счету капитала<sup>1</sup>. В то же время данная политика в определенной степени ограничивает развитие денежного рынка и рынка капитала, так как повышает транзакционные издержки для компаний, привлекающих деньги на сингапурском рынке и финансирующих деятельность за рубежом.

Эта политика реализуется MAS с 1983 г. и изначально включала требование обязательной консультации с MAS для совершения следующих операций<sup>2</sup>:

— предоставление банками кредитных инструментов в сингапурских долларах (Singapore dollar credit facilities) на сумму свыше 2,36 млн долл. США (5 млн сингапурских долларов)<sup>3</sup> нерезидентам или резидентам (при использовании вне Сингапура), при этом к кредитным инструментам относятся как кредиты, так и валютные и процентные свопы, опционы и соглашения о форвардной ставке, номинированные в сингапурских долларах;

<sup>1</sup> См.: Frequently Asked Questions on MAS Notice 757 and Equivalent Notices. P. 2. [http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation\\_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf).

<sup>2</sup> См.: *Kapur B. K.* Capital Flows and Exchange Rate Volatility: Singapore's Experience / NBER. Working Paper 11369. May 2005. P. 7—8.

<sup>3</sup> Переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара в 1983 г. (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS.



#### 4.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

— предоставление синдицированных кредитов, выпуск облигаций и иных финансовых инструментов на сумму свыше 2,36 млн долл. США (5 млн сингапурских долларов);

— ограничения не распространялись на операции займов в долларах США, в отношении которых был заключен валютный своп; также отсутствовали ограничения на конвертацию иностранных активов нерезидентов в сингапурские доллары и их размещение в местных банках (DBU).

Постепенно MAS снял часть ограничений по мере развития экономики и финансового рынка Сингапура:

1992 г. — снятие ограничений в отношении операций по предоставлению средств в сингапурских долларах резидентам и нерезидентам для целей финансирования экономической деятельности (т.е. исключая финансовую деятельность и портфельные инвестиции);

1998 г. — снятие ограничений по использованию сингапурских долларов для резидентов<sup>1</sup>;

1998—1999 г. — свободное использование и торговля процентными деривативами с нерезидентами (с 1999 г. фьючерсы на процентную ставку были запущены на SIMEX), а также листинг акций для иностранных компаний при условии конвертации выручки до использования вне Сингапура<sup>2</sup>;

декабрь 2000 г. — разрешение финансирования нерезидентов на цели финансирования деятельности на рынке ценных бумаг внутри Сингапура, а также для финансирования офшорной деятельности (при условии конвертации выручки)<sup>3</sup>;

2002 г. — снятие ограничений в отношении физических лиц и нефинансовых компаний (в том числе для офшорных взаимных фондов и юнит-трастов, которые теперь могут предлагать резидентам свои бумаги напрямую<sup>4</sup>); снятие ограничений на торговлю с нерезидентами валютными опционами, свопами и репо, а также

---

<sup>1</sup> См.: *Hwee K. C. Managing Capital Flows: The Case of Singapore / ADB Institute Discussion Paper No. 86. February 2008. P. 22.*

<sup>2</sup> См.: *Tee O. C. Singapore's Policy of Non-Internationalisation of the Singapore Dollar and the Asian Dollar Market / BIS Papers № 15. April 2003. P. 95.*

<sup>3</sup> См.: *Internationalisation of the Singapore Dollar. MAS, 6 December 2000.*

<sup>4</sup> До этого офшорные взаимные фонды и юнит-трасты могли продавать свои бумаги резидентам только через специально созданный обслуживающий фонд (*feeder fund*), активы которого были номинированы в сингапурских долларах и инвестировались в основной офшорный фонд (*master fund*).

#### 4. Сингапур

предоставление им займов без ограничений суммы в ценных бумагах, номинированных в сингапурских долларах<sup>1</sup>;

май 2004 г. — нерезиденты, не являющиеся финансовыми институтами и выпускающие акции или облигации, больше не обязаны конвертировать (свопировать) выручку в иностранную валюту при ее переводе за пределы Сингапура<sup>2</sup>.

В настоящее время MAS ограничивает только операции финансовых институтов Сингапура по предоставлению финансовым институтам — нерезидентам займов, кредитных линий и валютных свопов, предполагающих продажу сингапурских долларов. Суммы до 4 млн долл. США (5 млн сингапурских долларов<sup>3</sup>) могут быть предоставлены на любые цели внутри и вне Сингапура. Суммы свыше 4 млн долл. США, которые будут использованы вне Сингапура, должны быть конвертированы (свопированы) в иностранную валюту до их списания. При этом финансовый институт не должен предоставлять такое финансирование, если имеются основания предполагать его использование нерезидентом на спекулятивные цели.

Ограничения не распространяются на предоставление финансирования физическим лицам, нефинансовым институтам и финансовым институтам — резидентам. К финансовым институтам — нерезидентам относятся все финансовые институты (банки, инвестиционные компании, страховые компании, фонды и др.), в которых доля собственности граждан Сингапура менее 50% или которые не лицензированы MAS. Финансовые институты должны направлять в MAS ежемесячно отчетность о совокупной сумме финансирования, предоставленного финансовым институтам — нерезидентам<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: *Tee O. C. Singapore's Policy of Non-Internationalisation of the Singapore Dollar and the Asian Dollar Market.* BIS Paper № 15. April 2003. P. 95.

<sup>2</sup> См.: *Frequently Asked Questions on MAS Notice 757 and Equivalent Notices.* P. 5. [http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation\\_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf).

<sup>3</sup> Переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара в 2013 г. (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS.

<sup>4</sup> См.: *Notice 757 Lending of Singapore Dollar to Non-Resident Financial Institutions.* MAS 757, 28 May 2004. [http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/commercial-banks/notices/2004/notice-757—lending-of-singapore-dollar-to-non\\_resident-financial-institutions.aspx](http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/commercial-banks/notices/2004/notice-757—lending-of-singapore-dollar-to-non_resident-financial-institutions.aspx)

## 4.7. Режим счета капитала, политика счета капитала

С начала индустриализации Сингапур проводил политику открытой экономики, в которой отсутствуют ограничения как для торговых (нет экспортных пошлин, минимальное число импортных пошлин), так и для финансовых потоков. Открытость экономики — один из основных факторов, обеспечивших его «экономическое чудо» за счет привлечения иностранных инвестиций и развития Сингапура как международного финансового центра.

С 1965 г. Сингапур начинает развивать экспортные производства и активно привлекать прямые иностранные инвестиции.

В 1968 г. создается офшорный банковский сектор (ADM, см. п. 4.8), т.е. в целом отсутствуют ограничения на движение иностранного капитала, кроме следующих операций: действуют валютные ограничения для резидентов; офшорным банкам разрешено осуществлять операции только с банками и другими лицензированными финансовыми институтами; нерезиденты не могут владеть активами, номинированными в сингапурских долларах<sup>1</sup>.

В 1973 г. Сингапур переходит к использованию плавающего валютного курса и снимает ограничения для резидентов на открытие валютных депозитов и инвестиции в иностранные акции (резиденты могут открывать валютные счета только в ACU, ведущих операции и учет в иностранной валюте, см. п. 4.8).

В 1978 г. были сняты все существующие ограничения по счету капитала. В частности, были отменены ограничения для резидентов в части осуществления валютных займов и предоставления валютных кредитов, а также участия в операциях на Азиатском долларовом рынке (ADM). Также иностранные банки получили возможность осуществлять операции с резидентами, не являющимися банковскими организациями<sup>2</sup>, торговые банки (merchant banks)<sup>3</sup> —

<sup>1</sup> См.: *Drysdale P. Reform and Recovery in East Asia*. Routledge, 2005. P. 252.

<sup>2</sup> В 1978 г. лимит кредитования в сингапурских долларах составлял 13,2 млн долл. США (30 млн сингапурских долларов). В 1990-х гг. началась либерализация банковского сектора и последовательное повышение лимита — в 1999 г. лимит составлял для квалифицируемых банков (qualifying) 590 млн долл. США (1 млрд сингапурских долларов), для всех остальных офшорных банков — 295 млн долл. США (500 млн сингапурских долларов); см. п. 4.8.

<sup>3</sup> Торговые банки — банковские организации, регулируемые MAS и осуществляющие корпоративное финансирование, андеррайтинг при выпуске акций и облигаций, операции по слиянию и поглощения, управление портфельными инвестициями, управленческое консультирование и иные виды деятельности на основе комиссии. Большинство банков имеют структурные подразделения ACU. По данным MAS (<http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/merchant-banks.aspx>).

#### 4. Сингапур

совершать операции на валютном рынке, а нерезиденты — владеть активами в сингапурских долларах<sup>1</sup>.

С 1983 г. введена в действие политика ограничения международного использования сингапурского доллара, направленная на сохранение стабильности национальной валюты и предотвращение ее роста, не обеспеченного соответствующим развитием экономики<sup>2</sup>. С 1990-х гг. началась постепенная либерализация этой политики (в настоящее время действуют ограничения на предоставление займов в сингапурских долларах финансовым институтам — нерезидентам на цели, не связанные с реальной экономической деятельностью) — см. п. 4.6.

С 1980-х гг. платежный баланс Сингапура положительный, что обусловлено профицитом счета текущих операций (рост экспорта товаров и услуг), (до 9—18% ВВП в 1987—2013 гг.).

В то же время финансовый счет является дефицитным, что отражает позицию страны как чистого экспортера капитала. В период 1972—1983 гг. профицит финансового счета (счета капитала) составлял около 10—13% ВВП, с началом политики стимулирования выхода сингапурских компаний на международные рынки — сократился до 3—5%. С 1993 г. финансовый счет имеет отрицательный баланс (в среднем —11% ВВП), что обусловлено ростом как прямых, так и портфельных инвестиций за границу (табл. 4.13).

Таблица 4.13. Счет текущих операций и финансовый счет Сингапура, %

Показатель	1972	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009
Профицит платежного баланса/ВВП	11,4	7,0	5,5	7,2	14,0	9,9	7,2	9,8	6,2
Баланс счета текущих операций/ВВП	-17,6	-9,8	-12,2	1,7	12,6	16,1	11,9	28,0	17,3
Баланс финансового счета/ВВП	13,4	10,0	13,1	3,8	10,2	-3,1	-6,1	-13,3	-10,7

Источник: IMF IFS (2010 г.).

Профицит платежного баланса (Overall Balance, US dollars), Баланс счета текущих операций (Current account Balance, US dollars), Баланс финансового счета (Financial Account Balance, US dollars), ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency).

Основным источником дефицита финансового счета является чистый отток портфельных инвестиций, формируемый за счет приобретения акций и в меньшей степени долговых ценных бумаг

<sup>1</sup> См.: *Drysdale P.* Report and Recovery in East Asia. P. 252.

<sup>2</sup> См.: *Hwee K. C.* Managing Capital Flows: The Case of Singapore. P. 21.

#### 4.8. Развитие финансового рынка

резидентами Сингапура. После 2005 г. другим источником оттока капитала стали прочие инвестиции (см. Приложение 23).

#### 4.8. Развитие финансового рынка

Развитие Сингапура как международного финансового центра стало одним из приоритетов экономической политики страны с 1970-х гг., а также во многом определило реализуемые Сингапуром меры в области инвестиционной, налоговой, денежно-кредитной и валютной политики.

В настоящее время Сингапур является одним из крупнейших финансовых центров и третьим по величине валютным рынком в мире<sup>1</sup>, одним из крупнейших рынков деривативов (процентных и валютных) в Азии, с развитой расчетной, клиринговой и платежной системой. Доля финансового сектора в ВВП Сингапура за период 1960—2013 гг. выросла с 3,9 до 11% ВВП (Приложение 18).

Основными факторами, способствовавшими развитию финансового сектора Сингапура, стали:

- высокий уровень развития международной торговли и быстрая индустриализация;
- создание условий, необходимых для развития международного финансового центра — валютного рынка, инфраструктуры для предоставления займов и кредитования, налоговых льгот;
- создание Азиатского долларового рынка, ставшего основой для развития внутреннего финансового рынка;
- активная государственная политика по развитию финансового рынка;
- благоприятное географическое положение и часовой пояс;
- на более поздних этапах — развитая рыночная инфраструктура, эффективное регулирование и соблюдение правовых норм.

По оценкам, финансовые институты Сингапура развивались в тесной взаимосвязи с финансовым регулятором и государством, т.е. государственный административный аппарат был глубоко интегрирован в финансовую систему Сингапура<sup>2</sup>. В то же время пози-

---

<sup>1</sup> Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Bank for International Settlements, September 2013.

<sup>2</sup> Президент MAS назначается президентом Сингапура, многие министры и высокопоставленные чиновники являются бывшими директорами или председателями совета директоров многих местных банков. См.: *Yeung H. W.* Managing Economic (In) security in the Global Economy: Institutional Capacity and Singapore's Developmental State / Revised Paper Presented at the Conference on 'Globalisation and Economic Security in East Asia: Governance and Institutions', 11—12 September, 2003. Singapore Institute of Defence and Strategic Studies, Nanyang Technological University.

#### 4. Сингапур

ционирование Сингапура как международного финансового центра привело к необходимости постепенной либерализации финансовой системы и ее регулирования. Ключевые этапы развития финансового рынка Сингапура представлены в табл. 4.14.

Основу финансовой системы Сингапура составляют:

— развитый офшорный банковский сектор, представленный в виде Азиатского долларového рынка (ADM), на котором действуют АСУ (их активы составляют 250% ВВП), и обеспечивающий привлечение средств на международных и азиатских рынках капитала для финансирования растущих азиатских стран;

— один из крупнейших в мире валютных рынков (5,7% мирового среднечасового оборота) (global foreign exchange market) (Приложение 19);

— развитый рынок внебиржевых деривативов, специализирующийся на валютных и процентных деривативах;

— фондовый рынок (Приложение 20).

Ключевыми участниками финансового рынка Сингапура являются: банки (местные и офшорные), небанковские финансовые институты (страховые компании, торговые банки, финансовые компании, держатели лицензии на рынке капиталов и др.), а также Центральный пенсионный фонд (CPF). В то же время доминирующими участниками финансового рынка являются банки (за счет офшорной банковской системы), активы которых составляют около 600% ВВП<sup>1</sup>.

Капитализация рынка акций составляет около 150% ВВП, объемы торговли акциями — 60% ВВП (2012 г.). Рынок акций не является высококонцентрированным — на долю 10 крупнейших компаний приходится около 30% капитализации рынка. В то же время по количеству местных компаний, имеющих листинг, а также по обороту акций Сингапур значительно уступает Корею и Таиланду. Привлечению на фондовый рынок большого числа частных инвесторов способствовали масштабные приватизации государственных компаний (Телекоммуникационная компания Сингапура), либерализация использования инвестиционной схемы CPF, возможность приобретения акций в рамках IPO через банкоматы (еще в 1991 г. населению принадлежали 90% акций, имеющих листинг на бирже<sup>2</sup>).

---

<sup>1</sup> См.: Singapore Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 13/325. November 2013. P. 9.

<sup>2</sup> См.: *Ngiam K. J.* Singapore as a Financial Center: New Developments, Challenges, and Prospect / Financial Deregulation and Integration in East Asia. NBER-EASE. Vol. 5. January 1996. P. 370.

Таблица 4.14. Основные этапы развития финансового рынка Сингапура

Этап	Развитие рыночной инфраструктуры	Развитие системы регулирования	Цели развития финансового рынка
1968—1973 гг.	<p>1968 г. — создание в Сингапуре Азиатского долларового рынка (Asian Dollar Market, ADM)<sup>1</sup> для обслуживания растущих потоков иностранных инвестиций в Юго-Восточной Азии<sup>2</sup>; создание Банка развития Сингапура (DBS);</p> <p>1970 г. — первая лицензия выдана иностранному банку — приход иностранных финансовых институтов<sup>3</sup>;</p> <p>1971 г. — развитие рынка облигаций, номинированных в долларах США<sup>4</sup></p>	<p>1 этап: 1968—1980 гг.</p> <p>Дерегулирование банковского сектора и развитие конкуренции.</p> <p>1968 г. — стимулирование спроса иностранных инвесторов на операции в иностранной валюте и ограничение операций на внутреннем рынке сингапурского доллара (через введение Азиатской, валютной единицы, АСУ)<sup>5</sup>;</p> <p>1971 г. — создание Валютного управления Сингапура (MAS)<sup>6</sup> — единого регулятора на финансовом рынке, объединившего монетарные, банковские и финансовые функции (кроме эмиссии денег), выполнявшиеся до этого различными государственными органами</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие Сингапура как регионального финансового центра (для Юго-Восточной Азии);</li> <li>• Развитие офшорного банковского рынка</li> </ul>
1973—1979 гг.	<p>1973 г. — создание торговой инфраструктуры — Фондовой биржи Сингапура (как отделения Малайзийской фондовой биржи). Либерализация рынка золота (свободный импорт/экспорт);</p> <p>1975 г. — рост денежного рынка (освобождение от сборов по депозитным сертификатам, векселям), рынка облигаций (98% — номинированные в долларах);</p>	<p>1975—1978 гг. — либерализация денежно-кредитной политики и политики счета капитала (переход к плавающему курсу сингапурского доллара, отмена процентных картелей и снятие валютных ограничений для резидентов)</p> <p>1970-е гг. — налоговые льготы для АСУ</p>	

Этап	Развитие рыночной инфраструктуры	Развитие системы регулирования	Цели развития финансового рынка	
1980—1990 гг.	<p>1978 г. — развитие валютного рынка (с долларом США в качестве основной валюты операций)</p>	<p>1983—1986 гг. — развитие индустрии управления активами (налоговые льготы для офшорных фондов), но ограничения роста из-за высокой доли сбережений в CPF;</p> <p>1984 г. — создание SIMEX<sup>7</sup> — первой в Азии биржи по торговле фьючерсами и опционами;</p> <p>1987 гг. — открытие брокерской индустрии местным банкам и иностранным финансовым институтам; развитие рынка государственных ценных бумаг (появление первичных и зарегистрированных дилеров);</p> <p>1988—1990 гг. — начало вторичного листинга иностранных акций на Фондовой бирже Сингапура</p>	<p>2 этап: 1980—1997 гг.</p> <p>1981 г. — реализация политики ограничения международного использования сингапурского доллара;</p> <p>1980-е гг. — совершенствование системы регулирования рынка финансовых фьючерсов и ценных бумаг;</p> <p>1986 г. — введение инвестиционной схемы CPF для стимулирования инвестиций населения в финансовые инструменты<sup>8</sup>;</p> <p>1980—1988 гг. — налоговые стимулы для развития финансового рынка;</p> <p>1983 г. — начало либерализации банковского сектора (в 1990 г. — повышение иностранной доли в банках с 20% до 40%);</p> <p>1987 г. — изменение требований к резервам и нормативу ликвидности в целях развития активного рынка государственных ценных бумаг<sup>9</sup></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обеспечение стабильности банковского сектора в условиях «пузыря» на рынке недвижимости;</li> <li>• Развитие сектора финансовых услуг</li> </ul>



1991—1997 гг.	1994—1997 гг. — развитие биржевой торговли, рынка облигаций, индустрии управления активами и страхового сектора	<p>1991 г. — стимулирование инвестиций на селеения на фондовом рынке;</p> <p>1992 г. — начало либерализации политики ограничения международного использования сингапурского доллара (см. п. 4.6);</p> <p>1994 г. — повышение требований к капиталу брокерских компаний;</p> <p>1995 г. — либерализация системы управления CPF в части требований к рыночным управляющим<sup>10</sup>;</p> <p>1996 г. — снятие части ограничений на листинг иностранных акций, номинированных в сингапурских долларах, на Фондовой бирже Сингапура (раньше — только при наличии статуса «операционного головного офиса» и использования не менее 35% прибыли, выручки или расходов в Сингапуре)<sup>11</sup>;</p> <p>1997 г. — упрощение требований для листинга облигаций в иностранной валюте;</p> <p>1991—1995 гг. — налоговые стимулы для развития финансового рынка (см. п. 4.3);</p> <p>Масштабная программа либерализации внутреннего банковского рынка</p>	
3 этап: 1998—2013 гг.			
1998—2007 гг.	<p>1999 г. — формирование Сингапурской биржи (объединение Фондовой биржи Сингапура и SIMEX);</p> <p>2000 г. — развитие рынка репо с государственными ценными бумагами;</p>	<p>1997 г. — MAS официально принимает на себя функции по развитию международного финансового центра в Сингапуре<sup>12</sup>;</p> <p>1998 г. — переход от прямого регулирования к риск-ориентированному надзору, на-</p>	<p>1998 г. — пятилетняя программа реформирования финансового сектора;</p> <p>развитие инвестиционных фондов; через 10 лет — цент-</p>

Этап	Развитие рыночной инфраструктуры	Развитие системы регулирования	Цели развития финансового рынка
	<p>2000 г. — развитие биржевой торговли (снижение комиссий, упрощение листинга и расчетов, новые продукты);</p> <p>2001 г. — выпуск долгосрочных (15 лет) государственных ценных бумаг в рамках программы развития рынка облигаций и индустрии управления активами</p>	<p>правленному на минимизацию системного риска<sup>13</sup>;</p> <p>1999 г. — либерализация доступа иностранных участников на финансовый рынок<sup>14</sup> (отмена 40% лимита на иностранное участие в местных банках, повышение лимита на кредитование в сингапурских долларах (см. п. 4.7); дальнейшая либерализация правил листинга на Сингапурской фондовой бирже<sup>15</sup>; сокращение комиссий на Сингапурской бирже;</p> <p>1999—2002 г. — продолжение либерализации политики ограничения международного использования сингапурского доллара (сняты основные ограничения — см. п. 4.6);</p> <p>1999—2004 гг. — меры по развитию рынка акций и облигаций, индустрии управления активами;</p> <p>2001—2004 гг. — развитие регулирования (разделение банковского и небанковского бизнеса; требования к капиталу с учетом риска для финансовых и страховых компаний и др.);</p>	<p>ра управления азиатскими инвестиционными портфелями клиентов со всего мира; управление глобальными инвестициями клиентов в Азии<sup>16</sup>;</p> <p>1999 г. — развитие банковского сектора, в том числе местных банков и привлечение иностранных;</p> <p>2002 г. — развитие Сингапура как основного международного финансового центра Азии; развитие сегмента управления активами и рисками</p>

2008—2013 гг.	2009 г. — подписание плана ASEAN по унификации требований к выпуску акций и стандартных облигаций <sup>17</sup> ; 2009—2010 гг. — развитие исламских финансов; 2010 г. — создание Сингапурской торговой биржи — первая паназиатская мультипродуктовая биржа товарных деривативов (Singapore Mercantile Exchange, SMX) <sup>18</sup>	2006 г. — введение системы страхования депозитов (в банках и финансовых компаниях) для физических лиц и благотворительных организаций 2008 г. — MAS ввела полную гарантию до 2010 г., обеспеченную резервами Правительства, по депозитам физических лиц и небанковских организаций в банках, финансовых компаниях и торговых банках, имеющих лицензию MAS; 2009 г. — MAS ввела временные запреты на продажу на местном рынке структурированных бумаг для 10 финансовых институтов <sup>19</sup> ; 2011 г. — планы MAS по внедрению Базеля 3 в более ранние сроки и с более высокими требованиями, в том числе для участников рынка ценных бумаг; 2011 г. — расширение системы страхования депозитов — повышение лимита и включение всех вкладчиков — небанковских организаций <sup>20</sup> ; 2012 г. — программа стимулирования иностранных банков увеличивать присутствие в Сингапуре	Развитие Сингапура как ключевого международного финансового центра Азии
---------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------

<sup>1</sup> Международный денежный рынок и рынок капитала в иностранной валюте в Азии, созданный на базе Сингапура. Первая лицензия ACU была выдана Банку Америки.

<sup>2</sup> Singapore: A Country Study / ed. В. L. Lepoer. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989. <http://countrystudies.us/singapore/38.html>.

<sup>3</sup> Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 158.

- 4 Monetary Authority of Singapore (MAS) — по данным MAS. <http://www.mas.gov.sg/About-MAS/Overview-of-MAS.aspx>.
- 5 Первый выпуск облигаций на 10 млн долл., осуществленный Банком развития Сингапура (DBS).
- 6 Monetary Authority of Singapore (MAS) — по данным MAS. <http://www.mas.gov.sg/About-MAS/Overview-of-MAS.aspx>.
- 7 SIMEX (Singapore International Monetary Exchange) — Международная монетарная биржа, созданная на базе преобразования Биржи Сингапура по торговле золотом (Gold Exchange of Singapore) (1978 г.). На SIMEX было заключено первое в мире соглашение о взаимном зачете обязательств по фьючерсным контрактам с Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange) (1984 г.). См.: Singapore: A Country Study / ed. B. L. Leperoer. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989. <http://countrystudies.us/singapore/38.htm>.
- 8 Инвестиционная схема CPF — возможность инвестирования средств взносов на обычных и специальных счетах в финансовые инструменты. Доход от инвестирования в рамках данной схемы государством не гарантирован. Использование инвестиционной схемы осуществлялось постепенно по мере развития фондового рынка и роста объемов накоплений в CPF; увеличивался размер и виды средств, которые могли быть инвестированы, а также расширялся перечень финансовых инструментов. При этом данная политика была увязана с величиной чистых выплат по обычным счетам — расширение возможностей инвестирования позволило CPF сократить выплаты по обычным счетам участникам. В 1986 г. разрешалось инвестировать в акции, фонды и золото только 20—40% суммы средств обычных счетов, превышающих минимальную сумму, в 1993 г. — 80% суммы. В 2000—2001 г., после периода пиковых выплат участникам (выплаты превышали поступающие взносы), была введена возможность инвестирования полной суммы средств обычных счетов и впервые — средств специальных счетов. В настоящее время перечень финансовых инструментов для инвестирования включает акции и облигации, взаимные фонды, биржевые фонды, банковские депозиты, индивидуальные счета доверительного управления, страховые инвестиционные продукты, золото. См.: CPF Investment Scheme — CPF Board. [http://mycpf.cpf.gov.sg/NR/rdonlyres/D61C244E-95E2-4A48-8039-A4CFC3B67271/0/CPFTrends\\_CPFIS.pdf](http://mycpf.cpf.gov.sg/NR/rdonlyres/D61C244E-95E2-4A48-8039-A4CFC3B67271/0/CPFTrends_CPFIS.pdf); Instruments that can be invested under CPFIS — CPF Board: [http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Gen-Info/Sch-Svc/Asset\\_Enhancement.htm](http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Gen-Info/Sch-Svc/Asset_Enhancement.htm).
- 9 Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. P. 164.
- 10 С 1995 г. — разрешение одобренным CPF управляющим и взаимным фондам инвестировать в иностранные акции на региональных биржах (Малайзия, Гонконг, Таиланд, Тайвань, Южная Корея), с 1997 — увеличение доли инвестиций в иностранные бумаги с 20 до 40%, впоследствии — расширение инвестиций на развитых рынках (США, Великобритания, Япония).
- 11 Tan K. G., Chen K. Singapore's Dichotomized Financial System. Manila : Asian Development Bank. P. 88.
- 12 Ibid.
- 13 Monetary Authority of Singapore. Annual Report 1997/98. P. 10.
- 14 Отмена ограничений на 40%-ную долю в собственности банков и 20%-ную долю в финансовых компаниях для иностранных инвесторов; отмена квот на новые лицензии для полносрвисных иностранных банков; иностранные фонды могут напрямую регистрироваться в Сингапуре после одобрения MAS; иностранные банки могут открывать отделения и использовать банкоматы вне офисов;

смягчены требования к фондам, в которые могут быть инвестированы средства CPF по инвестиционной схеме // 2013 Investment Climate Statement — Singapore. Report. Bureau of Economic and Business Affairs, 2013. P. 5. URL: <http://photos.state.gov/libraries/singapore/6771/business/InvestClimate2013.pdf>.

<sup>15</sup> Снятие ограничений по использованию в Сингапуре не менее 35% прибыли, выручки или расходов в Сингапуре для компаний, получающих листинг на Фондовой бирже Сингапура.

<sup>16</sup> Singapore as International Financial Hub of Funds / Ng Yeou Kui. Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Singapore : Nanyang Technological University, August 1998.

<sup>17</sup> Признание стандартов раскрытия информации при предложении ценных бумаг в рамках плана ASEAN в трех странах — Сингапуре, Малайзии и Таиланде. См.: Annual Report 2008/2009. MAS, 2009. P. 43.

<sup>18</sup> Annual Report 2010/2011. MAS, 2011. P. 35.

<sup>19</sup> Annual Report 2008/2009. MAS, 2009. P. 27—30.

<sup>20</sup> Лимит возмещения повышен до 40 тыс. долл. США (50 тыс. сингапурских долларов).

#### Источники:

Singapore: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Insurance Regulation, Securities Regulation, Payment and Settlement Systems, Monetary and Financial Policy Transparency, and Anti-Money Laundering / IMF Country Report No. 04/104. IMF, April 2004.

Mauzy D. K., Milne R. S. Singapore Politics under the People's Action Party. London and New York : Routledge, 2002. P. 66—84.

Ngiam K. J. Singapore as a Financial Center: New Developments, Challenges, and Prospect / Financial Deregulation and Integration in East Asia. NBER-EASE. Vol. 5. January 1996.

Tan K. G., Chen K. Singapore's Dichotomized Financial System / Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. September 1999. P. 81—131.

Chwee H. T. Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002. P. 158—181.

MAS Annual Report 2006/2007—2012/2013.

#### 4. Сингапур

##### Банки, участие в них государства

В Сингапуре действуют местные банки и иностранные (соответственно 30% и 65% совокупных активов банковского сектора, составляющих около 600% ВВП), работающие в рамках четырех видов лицензий<sup>1</sup>. Банковская лицензия является универсальной и позволяет осуществлять небанковские финансовые операции в уведомительном порядке. Среди местных банков основной объем активов приходится на три крупнейших — DBS, United Overseas Bank и Overseas-Chinese Bank, которые вместе с дочерними нефинансовыми компаниями образуют финансовые группы с совокупными активами более 300% ВВП<sup>2</sup>.

##### Участие государства

На начальной стадии индустриализации банковские функции частично выполняли государственные советы и корпорации, участвующие в предоставлении кредитов и займов, в субсидировании расходов и развитии земельного пространства<sup>3</sup>. Например, EDВ предоставлял кредиты в размере до 50% стоимости оборудования и до 70% стоимости недвижимости предприятия, а также доленое финансирование и гарантии по кредитам для приобретения оборудования<sup>4</sup>. В 1961—1968 гг. совокупный объем финансирования EDВ составил 31 млн долл. США (95 млн сингапурских долларов<sup>5</sup>), или 4,4% совокупного объема кредитов, выданных банками в 1970 г.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Полная лицензия (все операции, в том числе прием депозитов); полная с квалификацией — ограничения на число мест ведения бизнеса; корпоративная — внутренние операции по корпоративному финансированию, без розничных операций; офшорная — не вправе принимать депозиты от резидентов. См.: Singapore Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 13/325. November 2013. P. 9.

<sup>2</sup> См.: Singapore Financial System Stability Assessment. P. 9.

<sup>3</sup> См.: *Yeung H. W.* Managing Economic (In) security in the Global Economy: Institutional Capacity and Singapore's Developmental State. Revised Paper Presented at the Conference on 'Globalisation and Economic Security in East Asia: Governance and Institutions', 11—12 September, 2003. Singapore : Institute of Defence and Strategic Studies, Nanyang Technological University.

<sup>4</sup> См.: *Lim J. J.* and others. Foreign Investment in Singapore: Economic and Sociopolitical Ramifications / Institute of Southeast Asian Studies. Field Report № 13. April 1977.

<sup>5</sup> Переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара в 1968 г. (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS.

<sup>6</sup> См.: *Kong W. H., Hian T. H.* Assessing Export Platforms: The Case of Singapore / CAER II Discussion Paper No. 72. National University of Singapore, April 2000. P. 41.

#### 4.8. Развитие финансового рынка

В 1968 г. данные функции EDV были переданы Банку развития Сингапура (DBS), созданному для предоставления долгосрочного финансирования промышленного сектора и являющемуся сейчас одним из крупнейших универсальных банков страны. Несмотря на выход DBS на международные рынки и фондовый рынок, DBS в 1990-е гг. оставался крупнейшим источником корпоративного финансирования (до 30% совокупных банковских кредитов, из которых 30—37% DBS направлял в промышленность и строительство<sup>1</sup>). В 1998 г. DBS был объединен с другим государственным банком — Почтовым банком Сингапура (Post Office Savings Bank), обладавшим широкой депозитной базой.

Другой государственной структурой, осуществляющей банковские функции, является HDB, предоставляющий ипотечные кредиты населению в рамках государственных программ. В то же время доля HDB в выданных ипотечных кредитах постепенно снижалась — с 44 до 20% за период 1995—2012 гг.<sup>2</sup>

#### **Офшорный банковский сектор**

Одним из ключевых факторов развития и основой финансового рынка Сингапура стал Азиатский долларовый рынок. Развитие офшорной финансовой деятельности, а не внутреннего банковского рынка длительное время являлось приоритетом в финансовой политике в силу небольшого внутреннего рынка и задачи обеспечения стабильности максимально открытой иностранным капиталам экономики.

Для развития офшорной банковской деятельности и сохранения при этом стабильности национальной валюты в 1970-х гг. были введены Азиатская валютная единица и Внутренняя банковская единица (Domestic Banking Unit (DBU)), позволившие разграничить международные и внутренние банковские операции. Азиатская валютная единица (ACU) — это отдельное подразделение фи-

---

<sup>1</sup> Объемы банковского кредитования в 1970—1999. См.: *Yeung H. W.* Managing Economic (In) security in the Global Economy: Institutional Capacity and Singapore's Developmental State / Revised Paper Presented at the Conference on 'Globalisation and Economic Security in East Asia: Governance and Institutions', 11—12 September, 2003, Institute of Defence and Strategic Studies, Nanyang Technological University, Singapore; объемы и структура кредитов DBS в 1993—1997 гг. — *Kong W. H., Hian T. H.* Assessing Export Platforms: The Case of Singapore. P. 43.

<sup>2</sup> См.: Quarterly Household Sector Balance Sheet. Information Paper on Economic Statistics. Singapore Department of Statistics, October 2012. P. 21—26.

#### 4. Сингапур

нансового института для осуществления операций в иностранной валюте (кроме сингапурского доллара), которое ведет обособленный учет, соответственно DBU — подразделение для операций в сингапурских долларах. При этом ограничения между переводом средств и активов между ACU и DBU отсутствовали. ACU и DBU предполагают различные режимы регулирования со стороны MAS. В 2009 г. 86% активов ACU и 54% активов DBU принадлежали иностранным банкам<sup>1</sup>.

В отношении ACU нет необходимости выполнять требования по обязательному резервированию средств, а также минимальные нормативы по наличным средствам и ликвидным активам<sup>2</sup>, отсутствует требование к участию в системе страхования вкладов, отсутствуют валютные ограничения. Для ACU действуют налоговые льготы — пониженная налоговая ставка на офшорные доходы. В результате значительное количество иностранных банков начали проводить свои операции в Сингапуре через ACU. MAS выдает банкам разрешение создавать ACU и осуществляет надзор за ними (предельный размер активов, регулярная отчетность, подтверждение ликвидности для иностранных банков от головных компаний и др.)<sup>3</sup>.

Рынок операций ACU вырос с 2% ВВП в 1970 г. до 322% ВВП в 1990 г. Наиболее быстрыми темпами активы ACU росли в период 1970—1990 гг.<sup>4</sup> Сокращение темпов роста офшорного рынка<sup>5</sup>, а также укрепление сингапурского доллара и его стабильность способствовали росту доли активов DBU — она выросла с 62% в 1990 г. до 103% в 2013 г. по отношению к активам ACU, хотя до 1990-х гг. доля DBU сокращалась. В 2013 г. активы ACU превышали ВВП в 2,5 раза, активы DBU — в 2,6 раза (Приложение 21). Источниками средств на Азиатском долларовом рынке являются на 70—80% иностранные средства межбанковского рынка, носящие краткосроч-

---

<sup>1</sup> См.: Singapore: 2009. Article IV Consultation — Staff Report; Staff Statement; Public Information. Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Singapore / IMF Country Report No. 09/269. August 2009. P. 14.

<sup>2</sup> С 1972 г. MAS отменил резервные требования для ACU.

<sup>3</sup> См.: Singapore: 2009. Article IV Consultation — Staff Report; Staff Statement; Public Information. Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Singapore / IMF Country Report No. 09/269. August 2009. P. 14.

<sup>4</sup> См.: *Tan K. G., Chen K.* Singapore's Dichotomized Financial System. P. 88.

<sup>5</sup> Один из факторов — введение в начале 1990-х гг. Базельских требований к достаточности капитала банков на уровне 8%, что стало сдерживать рост активов глобальных банков. См.: *Tan K. G., Chen K.* Op. cit. P. 113.



#### 4.8. Развитие финансового рынка

ный характер (до 3—12 месяцев)<sup>1</sup>; для DBU основные источники — это депозиты.

Таким образом, с одной стороны стимулировалось развитие офшорного банковского сектора через отсутствие резервных требований для ACU, а также налоговые стимулы для нерезидентов (см. п. 4.3), а с другой — участие нерезидентов на внутреннем рынке (в деятельности DBU) целенаправленно ограничивалось административными мерами: лимиты кредитования резидентов в сингапурских долларах, недоступность местных депозитов (запрет на прием сберегательных и иных процентных депозитов от резидентов и др.), ограничение количества отделений, банкоматов, исключение из системы электронных переводов. При этом, реализуя политику сильного сингапурского доллара, а также пруденциального регулирования финансовых институтов, MAS обеспечивал баланс между уровнем развития и активностью офшорного и внутреннего банковских секторов<sup>2</sup>.

#### **Небанковские финансовые институты, участие в них государства**

Крупнейшими небанковскими финансовыми институтами являются страховые компании (6% совокупных активов финансовой системы, или 48% ВВП)<sup>3</sup>. Несмотря на меры по развитию внутреннего фондового рынка, индустрии управления активами, их доля остается незначительной (около 3% активов финансовой системы).

#### **Развитие индустрии управления активами**

Сингапур последовательно проводил политику развития индустрии управления активами как части финансового сектора (стратегии 1998, 2002 г. и др.). Государство активно участвовало в увеличении количества игроков, объемов и зрелости рынка. Ключевыми инструментами влияния государства стали<sup>4</sup>:

— участие Государственной инвестиционной корпорации (Government Investment Corporation, GIC) — через размещение ак-

---

<sup>1</sup> См.: *Tan K. G., Chen K.* Op. cit. P. 118.

<sup>2</sup> См.: *ibid.* P. 104.

<sup>3</sup> См.: Singapore Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 13/325. November 2013. P. 10.

<sup>4</sup> См.: *Ng B. K.* Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Singapore : Nanyang Technological University, August 1998; Positioning Singapore as a Pre-eminent Financial Centre in Asia. Executive Summary. Economic Review Committee, September 2002.

#### 4. Сингапур

тивов GIC (части международных резервов) в международных фондах и АСУ<sup>1</sup>. В 1998 г. планировалось размещение до 50% азиатских активов GIC в частных фондах Сингапура и увеличение общего объема таких активов GIC в 3,5 раза к 2008 г.<sup>2</sup>;

— либерализация условий размещения средств CPF во взаимные фонды;

— выпуск долгосрочных облигаций MAS и эмиссия государственных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов и развития институциональных инвесторов;

— развитие малых и средних фондов, привлечение венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в Сингапур с помощью государственных программ и финансирования.

В результате за период 1989—2012 гг. доля активов под управлением в Сингапуре выросла с 20% до 470% ВВП. С 1998 г. (начало программы развития инвестиционных фондов) активы под управлением финансовых институтов Сингапура увеличились в 11 раз — с 90 млрд до 1,3 трлн долл. США (со 150 млрд до 1,63 трлн сингапурских долларов<sup>3</sup>) в 2012 г., из которых 880 млрд сингапурских долларов — в управлении фондов<sup>4</sup>. При этом 80% средств привлечены из внешних источников за пределами Сингапура, что отражает его роль как международного финансового центра (Приложение 22).

---

<sup>1</sup> 2013 Investment Climate Statement — Singapore. Report / Bureau of Economic and Business Affairs, 2013. P. 11. <http://photos.state.gov/libraries/singapore/6771/business/InvestClimate2013.pdf>.

<sup>2</sup> См.: Ng B. K. Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Singapore: Nanyang Technological University, August 1998. P. 20.

<sup>3</sup> Переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара в 1998 и 2012 гг. (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS.

<sup>4</sup> Singapore Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 13/325. November 2013. P. 10.

## Библиография

### *Литература на русском языке*

1. *Муранова А. П.* Налоговая политика и модернизация экономики в странах Юго-Восточной Азии (на примере Брунея и Сингапура) // *Восточная аналитика*. 2011. Вып. 2.
2. *Пахомова Л. Ф.* Модели процветания (Сингапур, Малайзия, Таиланд, Индонезия). М. : Институт востоковедения РАН, 2007.
3. *Ли Куан Ю.* Из третьего мира — в первый. История Сингапура 1956—2000. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013.

### *Официальные документы*

4. Report of the Economic Committee. The Singapore Economy: New Directions. Executive Summary. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 1986.
5. The Strategic Economic Plan: Towards a Developed Nation. Executive Summary. Singapore. Economic Planning Committee, Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, December, 1991.
6. Executive Summary 1998. Committee on Singapore's Competitiveness, Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, November 1998.
7. Report of the Economic Review Committee. New Challenges, Fresh Goals — Towards a Dynamic Global City. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 2003.
8. Report of the Economic Strategies Committee. High Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City. Ministry of Trade and Industry, Republic of Singapore, February 2010.
9. Notice 757 Lending of Singapore Dollar to Non-Resident Financial Institutions. MAS 757, 28 May 2004. [http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/commercial-banks/notices/2004/notice-757-lending-of-singapore-dollar-to-non\\_resident-financial-institutions.aspx](http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/commercial-banks/notices/2004/notice-757-lending-of-singapore-dollar-to-non_resident-financial-institutions.aspx).

### *Источники на иностранном языке*

10. Annual Report 2006/2007. MAS, 2007.
11. Annual Report 2007/2008. MAS, 2008.

#### 4. Библиография

12. Annual Report 2008/2009. MAS, 2009.
13. Annual Report 2009/2010. MAS, 2010.
14. Annual Report 2010/2011. MAS, 2011.
15. Annual Report 2011/2012. MAS, 2012.
16. Annual Report 2012/2013. MAS, 2013.
17. 2012 Singapore Asset Management Industry Survey. MAS, July 2013.
18. 2013 Investment Climate Statement — Singapore. Report / Bureau of Economic and Business Affairs, 2013. <http://photos.state.gov/libraries/singapore/6771/business/InvestClimate2013.pdf>.
19. Best Practices in Investment for Development. How to Integrate FDI and Skill Development. Lessons from Canada and Singapore / Investment Advisory Series. Series B. No. 5. United Nations Conference on Trade and Development. New York and Geneva, 2011.
20. Capital Account and Exchange Rate Management in a Surplus Economy: the Case of Singapore / Occasional Paper № 11. MAS, March 1999.
21. *Chia S. Y.* Singapore Towards a Knowledge-Based Economy / *Masuyama S., Vandenbrink D., Chia S. Y.* Industrial Restructuring in East Asia: Towards the 21st Century. Institute of Southeast Asian Studies, 2001.
22. *Chia S. Y.* The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution and Current Thinking. Singapore Institute of International Affairs. November, 2005.
23. *Chong L. S.* (Senior Press Officer, MAS). Letter to Forum: Response to Concerns about Interest Rates and Bank Charges. <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/press-releases/1998/response-to-concerns-about-interest-rates-and-bank-charges—20-may-1998.aspx>.
24. *Chwee H. T.* Singapore Financial and Business Sourcebook. Singapore University Press, 2002.
25. CPF Investment Scheme — CPF Board. [http://mycpf.cpf.gov.sg/NR/rdonlyres/D61C244E-95E2-4A48-8039-A4CFC3B67271/0/CPFtrends\\_CPFIS.pdf](http://mycpf.cpf.gov.sg/NR/rdonlyres/D61C244E-95E2-4A48-8039-A4CFC3B67271/0/CPFtrends_CPFIS.pdf); Instruments that can be invested under CPFIS — CPF Board. [http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Gen-Info/Sch-Svc/Asset\\_Enhancement.htm](http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Gen-Info/Sch-Svc/Asset_Enhancement.htm).
26. *Daquil T. C.* The Economies of Southeast Asia: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand. New York : Nova Publishers, 2005.
27. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework. IMF, April 2008. <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.
28. *Dekle R., Pradhan M.* Financial Liberalization and Money Demand in ASEAN Countries: Implications for Monetary Policy / IMF Working Paper WP/97/36. International Monetary Fund, Asian and Pacific Department. March, 1997.

29. *Drysdale P.* Reform and Recovery in East Asia. Routledge, 2005.
30. Frequently Asked Questions on MAS Notice 757 and Equivalent Notices. P. 2. [http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation\\_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/banks/notices/MAS%20757%20FAQs.pdf).
31. *Garling R.* Fiscal and Monetary Policies / Singapore: a Case Study in Rapid Development; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995.
32. Highlights of Budget Changes / Annual Report 2012/2013. Inland Revenue Authority of Singapore.
33. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2004/2005. Inland Revenue Authority of Singapore.
34. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2005/2006. Inland Revenue Authority of Singapore.
35. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2006/2007. Inland Revenue Authority of Singapore.
36. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2007/2008. Inland Revenue Authority of Singapore.
37. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2008/2009. Inland Revenue Authority of Singapore.
38. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2009/2010. Inland Revenue Authority of Singapore.
39. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2010/2011. Inland Revenue Authority of Singapore.
40. Highlights of Tax Changes / Annual Report 2011/2012. Inland Revenue Authority of Singapore.
41. *Huff W. G.* The Economic Growth of Singapore: Trade and Development in the Twentieth Century. Cambridge University Press, 1994.
42. *Husaim A. M.* Determinants of Private Saving in Singapore / Singapore: a Case Study in Rapid Development; ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995.
43. *Hwee K. C.* Managing Capital Flows: The Case of Singapore. ADB Institute Discussion Paper No. 86, February 2008.
44. Internationalisation of the Singapore Dollar. MAS, 6 December 2000. <http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/commercial-banks/circulars/2000/internationalisation-of-the-singapore-dollar.aspx>.
45. *Kapur B. K.* Capital Flows and Exchange Rate Volatility: Singapore's Experience / NBER. Working Paper 11369. May 2005.
46. *Kong W. H., Hian T. H.* Assessing Export Platforms: The Case of Singapore / CAER II Discussion Paper No. 72. National University of Singapore, April 2000.

#### 4. Библиография

47. *Lan C-W.* Singapore's Export Promotion Strategy and Economic Growth (1965—84) / London University College. Development Planning Unit. DPU Working Paper № 116, March 2001.
48. *Lee K. Y.* From Third World to First: The Singapore Story 1965—2000. Memoirs of Lee Kuan Yew. Singapore : Times Editions, 2000. Цит. по: *Section 3.* The Story of an Economic Miracle, Ten Years that Shaped a Nation. [http://www.nas.gov.sg/1stcab/exh\\_catalog4.htm](http://www.nas.gov.sg/1stcab/exh_catalog4.htm).
49. *Lim C. Y.* Transformation in the Singapore Economy: Course and Causes / Singapore and Asia in a Globalized World — Contemporary Economic Issues and Policies. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2008.
50. *Lim J. J.* and others. Foreign Investment in Singapore: Economic and Sociopolitical Ramifications / Institute of Southeast Asian Studies. Field Report № 13. April 1977.
51. *Lim L., Pan E. F.* Foreign Direct Investment and Industrialisation in Malaysia, Singapore, Thailand and Thailand. OECD, 1991.
52. *Masuyama S., Vandenbrink D., Yue C. A.* Singapore: Towards a Knowledge-Based Economy / Industrial Restructuring in East Asia: Towards the 21st Century. Institute of Southeast Asian Studies, 2001.
53. *Mauzy D. K., Milne R. S.* Singapore Politics under the People's Action Party. London and New York : Routledge, 2002.
54. *Menon R.* (Managing Director of the MAS). Securing Price Stability as Singapore Restructures. Speech at the Asian Bureau of Financial and Economics Research (ABFER) Opening Gala Dinner, May 2013. <http://www.bis.org/review/r130523d.pdf? frames=0>.
55. Monetary Authority of Singapore. Annual Report 1997/98.
56. Monetary Policy Operating Procedures in Singapore. Monetary Authority of Singapore / Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies. BIS Policy Papers No. 5. Bank for International Settlement, March 1999.
57. Monetary Policy Operations in Singapore. Monetary Authority of Singapore, 2007.
58. Monetary Policy Operations in Singapore. Monetary Authority of Singapore, March 2013.
59. *Ngiam K. J.* Coping with the Asian Financial Crisis: The Singapore Experience / Visiting Researchers Series No. 8 (2000). Institute of Southeast Asian Studies, 2000.
60. *Ngiam K. J.* Singapore as a Financial Center: New Developments, Challenges, and Prospect / Financial Deregulation and Integration in East Asia. NBER-EASE. Vol. 5. January 1996.
61. *Park D.* Foreign Direct Investment and Corporate Taxation: Overview of the Singaporean Experience. Nanyang Technological University, 2006.

62. *Quek W. Y., Wu Y.* A Quasi-Sterilisation Model for Singapore. Nanyang Technological University. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.39.2240&rep=rep1&type=pdf>.
63. Singapore: a Case Study in Rapid Development / ed. by K. Bercuson. IMF. Occasional Paper No. 119. December 01, 1995.
64. Singapore: A Country Study. Washington: GPO for the Library of Congress, 1989 / ed. B. L. Lepoer. <http://countrystudies.us/singapore/38.htm>.
65. *Ng B. K.* Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Singapore : Nanyang Technological University, August 1998.
66. Singapore Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 13/325. November 2013.
67. Singapore: 2009. Article IV Consultation — Staff Report; Staff Statement; Public Information. Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Singapore / IMF. Country Report No. 09/269. August 2009. 84 p.
68. Singapore's Exchange Rate Policy. Monetary Authority of Singapore, February 2001.
69. A Survey of Singapore's Monetary History / Economics Department, Monetary Authority of Singapore. Occasional Paper № 18. January 2000.
70. *Tan A.* (National University of Singapore). Official Efforts to Attract FDI: Case of Singapore's EDB 1999 EWC/KDI Conference on Industrial Globalization in the 21st Century: Impact and Consequences for East Asia and Korea, August 1999.
71. *Tan A.* From Third World to the First — Singapore Economic Development Strategy. [http://siteresources.worldbank.org/EDUCATION/Resources/278200-1121703274255/1439264-1242337549970/Tan\\_Economic\\_Devt\\_Strategy.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EDUCATION/Resources/278200-1121703274255/1439264-1242337549970/Tan_Economic_Devt_Strategy.pdf).
72. *Tan K. G., Chen K.* Singapore's Dichotomized Financial System / Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. Manila : Asian Development Bank, September 1999.
73. *Tee O. C.* (MAS Deputy Managing Director). An Exchange-Rate-Centred Monetary Policy System: Singapore's Experience. BIS Papers № 73. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73w.pdf>
74. *Tee O. C.* Singapore's Policy of Non-Internationalisation of the Singapore Dollar and the Asian Dollar Market / China's Capital Account Liberalisation: International Perspectives. BIS Papers № 15. Bank for International Settlements, April 2003.
75. The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy / A World Bank Policy Research Report. Wash. : Oxford University Press, 1993.

#### 4. Библиография

76. Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Bank for International Settlements, September 2013. — 22 p.
77. *Yeung H. W.* Managing Economic (In) security in the Global Economy: Institutional Capacity and Singapore's Developmental State. Revised Paper Presented at the Conference on 'Globalisation and Economic Security in East Asia: Governance and Institutions', 11–12 September, 2003. Singapore: Institute of Defence and Strategic Studies, Nanyang Technological University.

#### *Официальные интернет-сайты*

78. Department of Statistics Singapore. <http://www.singstat.gov.sg>
79. Central Provident Fund. [www.cpf.gov.sg](http://www.cpf.gov.sg)
80. Monetary Authority of Singapore (MAS). [www.mas.gov.sg](http://www.mas.gov.sg).
81. Ministry of Trade and Industry Singapore. <http://www.mti.gov.sg>
82. World Bank Database. <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators#>
83. International Monetary Fund International Financial Statistics. [imf.org](http://imf.org)



# 5

## Китай

5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации / 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления / 5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост / 5.4. Денежно-кредитная политика / 5.5. Валютный курс, валютная политика / 5.6. Счет капитала и его либерализация / 5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

### Список сокращений

Госсовет КНР	Государственный совет Китайской Народной Республики
ЗТЭР	Зона технико-экономического развития
ПОГ	Приморский открытый город восточного побережья Китая
СПЭЗ	Специальная экономическая зона
СЭЗ	Свободная экономическая зона
ABC	Agricultural Bank of China — Сельскохозяйственный банк Китая
BOC	Bank of China — Банк Китая
CBRC	China Banking Regulatory Commission — Комиссия по регулированию банковской системы
CCB	China Construction Bank — Китайский строительный банк
CDB	China Development Bank — Банк развития Китая
CIRC	China Insurance Regulatory Commission — Комиссия по регулированию страхового рынка
CJV	Cooperative Joint Venture — Кооперативное совместное предприятие
CSRC	China Securities Regulatory Commission — Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг
EJV	Equity Joint Venture — Акционерное совместное предприятие
FEAC	Foreign Exchange Adjustments Center — центр по обмену валюты, создан государством для продажи валютной выручки между ФТС
FEITL	Income Tax Law for Enterprises with Foreign Investment and Foreign Enterprises — Закон о налоге на прибыль для иностранных компаний 1991 г.

## 5. Китай

Окончание табл.

FIE	Foreign Invested Enterprise — Иностранная компания, осуществляющая прямые инвестиции
FTC	Foreign Trade Corporation — Компания иностранной торговли
ICBC	Industrial & Commercial Bank of China — Индустриальный и коммерческий банк Китая
MOFCOM	Ministry of Commerce of the People's Republic of China — Министерство торговли Китая
NBS	National Bureau of Statistics of China — Национальное бюро статистики Китая
NDRC	National Development and Reform Commission — Комиссия по национальному развитию и реформам
PBC	Public's Bank of China — Народный банк Китая
SAFE	State Administration of Foreign Exchange — Государственное управление по валютным рынкам
SHIBOR	Shanghai Interbank Offered Rate — Шанхайская межбанковская ставка предложения
SME	Small and Medium Enterprises — Компании малого и среднего бизнеса
SOE	State Owned Enterprises — Государственные предприятия
SPV	Special Purpose Vehicle — Компания специального назначения
Retention Quota	Квота на покупку иностранной валюты, устанавливаемая в зависимости от размера валютной выручки, отраслевой принадлежности и месторасположения предприятия
TWEER	Trade Weighted Effective Exchange Rate — Эффективный курс юаня к корзине из 15 валют стран — торговых партнеров, взвешенных по доле страны во внешнеторговых операциях Китая
WFOE	Wholly-Owned Foreign Enterprise — Компания со 100%-ным иностранным капиталом

### 5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

Стратегия модернизации, реализуемая в КНР, была определена курсом на Политику реформ и открытости (Reform and Opening Policy)<sup>1</sup> 1978 г.

<sup>1</sup> См.: Communique of the Third Plenary Session of the 11th Central Committee of The Communist Party of China (Adopted on December 22, 1978) [Electronic resource] // Beijing review [Official website]. [http://www.bjreview.com.cn/special/30yearsofreform/2008/1/29/content\\_167170.htm](http://www.bjreview.com.cn/special/30yearsofreform/2008/1/29/content_167170.htm) (accessed 12.04.2014).

## 5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

*Цель* — модернизация китайской экономики и обеспечение условий экономического роста после провала политики «большого скачка» 1958—1963 гг.

*Ключевые идеи* — построение «социалистической рыночной экономики с китайской спецификой», сочетание различных форм собственности при доминировании государственной, последовательное открытие экономики иностранным инвесторам<sup>1</sup>. Задана стратегия «главным образом, открыть приморские районы и постепенно открывать внутренние районы», в соответствии с которой выделялось четыре уровня открытости: 1. СЭЗ; 2. Приморские открытые города-порты; 3. Приморские открытые экономические зоны; 4. Внутренние районы. Косвенные методы государственного регулирования с сильным макроэкономическим управлением<sup>2</sup>.

Промышленная база для модернизации была заложена в 1950-е гг. поставками из СССР 156 новейших заводов в виде целостного промышленного комплекса (ТЭК, инфраструктура, металлургия, машиностроение, химическая промышленность, строительство)<sup>3</sup>. Возможности для начала модернизации были открыты в 1978—1979 гг. подписанием США и КНР соглашения о торгово-экономическом сотрудничестве с режимом наибольшего благоприятствования<sup>4</sup>, введением реэкспортной торговли (основная часть экспорта в США — через Гонконг). В соглашении закреплялось приоритетное положение экспортной продукции с высокой степенью переработки<sup>5</sup>.

Характеристика этапов и идей политики модернизации приведена в табл. 5.1.

Модернизация китайской экономики в период 1978—2014 гг. сопровождалась эволюцией направляющих ее инструментов от

---

<sup>1</sup> См.: Структура открытия Китая для внешнего мира / Китайский информационный интернет-центр при Управлении издательства литературы на иностранных языках КНР [Офф. сайт]. [russian.china.org.cn/news/txt/2010-08/03/content\\_20633035.htm](http://russian.china.org.cn/news/txt/2010-08/03/content_20633035.htm) (дата обращения: 10.04. 2014).

<sup>2</sup> См.: *Чжоу Синьчэн*. Экономическая реформа в Китае: достижения и задачи // Проблемы теории и практики управления. 1997. № 2.

<sup>3</sup> По данным Института Дальнего Востока РАН. См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 10.

<sup>4</sup> 16 декабря 1978 г. КНР и США опубликовали Совместное коммюнике об установлении дипломатических отношений между КНР и США. В июле 1979 г. подписано Соглашение о торговых отношениях КНР и США.

<sup>5</sup> См.: Структура открытия Китая для внешнего мира.

Т а б л и ц а 5.1. Этапы реализации Политики реформ и открытости

Этап	Показатели	Область	Характеристика
<p>1978—1983 гг. I этап реформ: «Плановая экономика — основа, рыночное регулирование — дополнение». Начало проведения политики «открытых дверей»</p>	<p>Темы годового прироста ВВП в диапазоне 7,6—10,9%<sup>1</sup>. Доля накопления в ВВП — 37,8—33,3%. Доля накопления основного капитала в ВВП — 27,4—29,5%. Незначительные объемы чистого экспорта товаров и услуг с постепенным выходом в положительную зону: 1978—1981 гг.: (—0,3%) к ВВП, 1982—1983 гг.: 1,7—0,9%<sup>2</sup></p>	<p>Экономика</p>	<p>Реформа сельскохозяйственного сектора. Земельные наделы, продажа государству квоты урожая по фиксированной цене, возможность свободной продажи остальной части<sup>3</sup>.  Создание СПЭЗ (первый уровень открытости) для привлечения иностранного капитала<sup>4</sup>. С 1980 г. — четыре СПЭЗ в юго-восточной части Китая (Провинции Гуандун и Фуцзянь в составе четырех городов — Шэньчжэнь, Чжухай, Шаньтоу и Сямэнь). Льготы — возможность создания совместных иностранных предприятий, льготы во внешней торговле и налогообложении, возможности нормотворческой деятельности (см. п. 5.3 в части налоговых льгот)<sup>5</sup></p>
	<p>Финансы</p>	<p>Финансы</p>	<p>Налоговая система: децентрализация бюджетной системы<sup>6</sup> (шаг первый). 1981 г. — эксперимент по сохранению в SOE части прибыли на развитие производства. 1983 г. — в SOE изъятие не всей, а части прибыли государством, на оставшуюся часть — налог на прибыль  Реформирование банковской системы<sup>7</sup> 1980—1983 — переход к двухуровневой модели. Выделено 4 банка, взявших на себя функции системы коммерческих банков («Большая четверка» — см. п. 5.7). Замена бюджетного финансирования SOE на банковское кредитование  Реформирование валютного рынка<sup>8</sup> 1979 г. — децентрализация валютной системы. ГТС получили право выкупать часть валютной выручки в соответствии с уста-</p>

<p>1984—1987 гг. II этап реформ: «Плановая товарная экономика»<sup>12</sup>. Государство контролирует рынок, а рынок задает направления развития крупным корпорациям</p>	<p>Темы годового прироста ВВП увеличились (в диапазоне 8,9-15,8%). Доля накопления в ВВП на прежнем уровне: 34,9—38,4%, при этом выросла доля накопления основного капитала в ВВП— 29,6—31,5%. Существенно увеличивается отрицательное значение чистого экспорта ((-4,1%) - (-2,5%) к ВВП.</p>	<p>Экономика</p>	<p>новленной квотой (Retention Quotas по «Официальному курсу»<sup>9</sup> (о различиях курсов см. п. 5.5). 1980 г. — запрет на расчеты в иностранной валюте внутри страны, введение валютных сертификатов (FEC) для иностранцев — подробнее см. раздел 5.5. 1981 г. — множественность курсов юаня<sup>10</sup>: «официальный курс», «эффективный курс», «внутренний расчетный курс» (п. 5.5). «Эффективный курс» публикуется как «официальный курс» — далее «новый официальный курс». Эксперимент Народного банка Китая (PBC) по созданию торговой системы для куп-ли-продажи валютной выручки ГТС. Все это в условиях жесткого контроля государства, закрытия текущего счета и счета капитала. До 1985 г. — участие иностранных банков — только в форме представительств в разреженных городах (п. 5.6) 1981 г. — организация первых выпусков государственных облигаций<sup>11</sup></p>
			<p>1987 г. — перевод SOE на подрядную форму хозяйствования (договоры с вышестоящей инстанцией на определенный объем производства и отчисления в бюджет)<sup>13</sup></p>

Этап	Показатели	Область	Характеристика
	1984 — 0,02%, 1987 — 0,09% к ВВП		<p>Создание 14 приморских открытых городов (второй уровень открытости). Часть льгот СЭЗ (см. выше), возможность создания ЗТЭР (зон технико-экономического развития) (см. п. 5.2)</p> <p>Построение в СЭЗ экспортноориентированной экономики<sup>14</sup>.</p> <p>1986 г. — установление перечня приоритетных отраслей в СЭЗ — строительство объектов промышленности и инфраструктуры, экспортноориентированные отрасли и новейшие технологии</p>
		Финансы	<p>Налоговая система: децентрализация бюджетной системы<sup>15</sup> (шаг второй). Переход на систему «территориального финансового подряда»<sup>16</sup>, закрепляющую четыре способа распределения доходов и расходов между местными и центральным бюджетом в зависимости от провинции (п. 5.3).</p> <p>1984 г. — перевод всех SOE на налог на прибыль (Enterprise Income Tax). Сокращение доли госбюджета в ВВП</p>
			<p>Становление рынка акций и корпоративных облигаций:</p> <p>1984—1989 гг. — первый этап создания акционерных обществ. Технические эмиссии (конвертация активов в акции), распространение среди дочерних структур, работников<sup>17</sup>. Механизм распределения квот на эмиссию (см. ниже). Вторичный рынок отсутствовал, торговля акциями до 1986 г. запрещена.</p> <p>1986 г. — начало торговли немногочисленными акциями (для свободного обращения — менее 2% всех эмиссий)<sup>18</sup> на вне-</p>

			<p>биржевом рынке в Шанхае через несколько крупных финансовых институтов.</p> <p>1985 г. — первые выпуски корпоративных облигаций некоторыми банками и SOE</p> <p>Продолжение реформы банковского рынка. Отмена кредитных планов. Создание новых банков<sup>19</sup> (см. а. 5.7).</p> <p>Начало формирования межбанковского кредитного рынка (МБК):</p> <p>1984 г. — банкам разрешено предоставлять кредиты друг другу.</p> <p>1986 г. — Народный банк Китая (People's Bank of China, PBC) установил правила работы на рынке МБК.</p> <p>Небанковские финансовые институты формируются на региональном уровне</p> <p>Либерализация валютного рынка, движение в сторону единого плавающего курса юаня.</p> <p>1985 г. — отмена «Внутреннего расчетного курса». Переход на «новый официальный курс» (см. п. 5.5). Китайским резидентам разрешено открывать депозитные счета в иностранной валюте. Иностранным банкам — открывать филиалы, дочерние общества, СП в СЭЗ (ограничения по операциям) — см. п. 5.6.</p> <p>Постепенное ослабление ограничений по текущему счету (п. 5.6).</p> <p>1986 г. — введение валютного своп-курса — по заключенным контрактам FTS на покупку/продажу валюты по более чем 100 обменным своп-центрам (Foreign Exchange Adjustments Centers,</p>
--	--	--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Этап	Показатели	Область	Характеристика
<p>1988—1991 гг. II этап реформ: «Плановая товарная экономика».</p> <p>Перегрев экономики, применение административных методов ее упорядочивания», снижение масштабов капиталовложений. Приостановка реформ, реализация программы «оздоровления экономической среды», направлен-</p>	<p>Темы годового прироста ВВП снижаются (в диапазоне 3,8—11,3%). Доля накопления в ВВП — 36,1—37,9%, доля накопления основного капитала в ВВП также снижается — 26,0—31,3%. Начало тенденции к росту положительного значения чистого экспорта: 1990 г. — 2,7%, 1991 г. — 2,8% к ВВП</p>	<p>Экономика</p>	<p>FEAC — см. п. 5.5). Доступна для расчетов между компаниями СПЭЗ, с 1988 г. — для всех компаний, имеющих валютную выручку;</p> <p>1986 г. — новый порядок расчета эффективной ставки (отказ от корзины взвешенных по торговым операциям валют, расчет с учетом показателей платежного баланса, обменных курсов конкурентов)</p> <p>1988 г. — в порядке эксперимента отобран ряд SOE для последующего выхода на рынок: внедрение элементов корпоративного менеджмента, переход на налог на прибыль. Переход части SOE в совместную форму собственности с частным капиталом<sup>20</sup>. Расширение эксперимента приостановлено до 1991 г. в период «урегулирования»</p> <p>СЭЗ: в 1990 г. — открытие особой экономической зоны района Пудун в Шанхае, часть городов вдоль реки Янцзы (наряду с промышленным производством с 1993 г. открываются компании с участием иностранного капитала в сфере недвижимости, банковской сфере и торговле)<sup>21</sup>.</p> <p>1988 г. — создание приморских открытых экономических зон (третий уровень) — приграничные районы в бассейне Янцзы и Чжэньцзян и прилегающие внутриконтинентальные провинции. Льготы для ПИИ. Цель — использовать преимущества регионов: трудовые и материальные ресурсы, транспортная доступность</p>



<p>ной на сокращение избыточного спроса, снижение инфляции</p>	<p>Финансы</p>	<p>Налоговая система: Введение системы «финансовых заданий» в развитие «системы подряда», разделение бюджетных ресурсов на центральном и местном уровнях (п. 5.3)</p> <p>Продолжение либерализации валютного рынка, промышленная политика, плавающий курс.</p> <p>1989 г. — ограничение операций по покупке валюты FТС в обменных центрах (FEAC) (см. также Retention Quotas) — только для оплаты приоритетных направлений импорта: машины и оборудование, сырье для АПК, текстильной промышленности, передовые технологии. Одновременно — ограничения по продаже иностранной валюты для FIE (только для выполнения импортного плана или на территории СЭЗ);</p> <p>1989—1990 гг. — девальвация «нового официального курса» юаня;</p> <p>1990 г. — новый порядок установления «нового официального курса» — увеличение частоты пересмотра по индикаторам международного валютного рынка, производства экспорта;</p> <p>1991 г. — кроме Банка Китая (BOS)<sup>22</sup> банки двух регионов начали проводить операции по продажам валюты FТС<sup>23</sup>. Народный банк Китая (PBC) начал продажу иностранной валюты китайским компаниям для импортных операций. Государственное подразделение по валютному контролю (SAFE) получило права на управление частью валютных резервов. Физическим лицам — резидентам разрешено продавать и покупать валюту через уполномоченные банки по курсу, установленному в обменных центрах (FEAC — см. выше). Унификация «Retention Quotas»</p>
----------------------------------------------------------------	----------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Продолжение табл. 5.1

Этап	Показатели	Область	Характеристика
			<p>Начало формирования организованного рынка акций<sup>24</sup>;                      Конец 1980-х — начало 1990-х гг. — ажиотажный спрос на акции, стихийный рынок. В декабре 1990 г. создана Шанхайская фондовая биржа, два месяца спустя (1991 г.) — Шеньчженьская.</p> <p>В 1991 г. созданы несколько региональных центров по торговле ценными бумагами. Уличная торговля запрещена.</p> <p>Введены четыре типа обыкновенных акций: государственные акции; акции юридических лиц (не предназначены для публичного обращения); обыкновенные акции в свободном обращении (акции типа «А» для резидентов и акции типа «В» (введены в 1992 г.) для иностранных инвесторов)</p>
<p>1992—1996 гг.                      III этап реформ:                      «Социалистическая рыночная экономика»</p> <p>Восстановительный период</p>	<p>Высокие темпы годового прироста ВВП (в диапазоне 10,0—14,2%). Существенный рост доли накопления в ВВП — на уровне 37,5—44,5%, доля накопления основного капитала в ВВП растет до уровня 31,6—37,7%. Закрепляется тенденция к росту поло-</p>	<p>Экономика</p>	<p>Развитие рынка государственных облигаций:                      1988 г. — Министерство финансов разрешило торговлю государственными облигациями в 61 городе<sup>25</sup></p> <p>1992 г. — постепенное открытие внутренних районов. Создание открытых городов и районов вдоль берегов рек. Льготы: по аналогии с приморскими открытыми городами</p>

<p>Развитие государственного сектора параллельно с другими формами собственности<sup>30</sup></p>	<p>«критического значения» того экспорта: 1994 г. — 1,3%, 1996 г. — 2,1% к ВВП. Золотой век» китайской экономики</p>	<p>1992 г. Реформа прав собственности. Установлено существование девяти форм собственности</p> <p>Ноябрь 1994 г. — начало корпоративизации SOE. Отобрана группа SOE для участия в корпоративизации (за два года преобразованы в форму обществ с ограниченной ответственностью (ООО) или акционерные общества с ограниченной ответственностью (АО))<sup>26</sup>. Для ООО собственником по-прежнему оставалось государство, для акционерных обществ при подписке закрывались 35% акций в собственности государства, остальное — частным инвесторам<sup>27</sup></p> <p>1995—1996 гг. — объявлен курс «чжуа да фан сяо» («удерживать в руках государства крупные предприятия, отпуская мелкие»)</p> <p>Налоговая система:</p> <p>1993—1994 гг. — Масштабная реформа<sup>28</sup>. Разграничение доходов и расходов, независимая система сбора налогов на центральном и местном уровнях (60% налоговых поступлений и 40% расходов — на уровне центрального бюджета, 20% всех доходов — от центрального к местным бюджетам). Быстрый рост налоговых доходов (см. п. 5.3)</p> <p>1994 г. — Учреждение Национального налогового бюро. Введение единой ставки налога на прибыль предприятий (снижена с 55 до 33%) с сохранением льгот в СЭЗ, пониженных ставок для компаний с низкой рентабельностью и единого НДС с дифференциацией по сельскохозяйственным производителям<sup>29</sup>.</p> <p>Рынок корпоративных облигаций: 1993 г. — подготовка законодательной базы регулирования эмитентов корпоративных облигаций «Corporate Bond Manage-</p>
		<p>Финансы</p>

Продолжение табл. 5.1

Этап	Показатели	Область	Характеристика
			<p>мент», устанавливающей порядок определения государственных квот на выпуск корпоративных облигаций.</p> <p>1996 г. — создание вторичного рынка для торговли корпоративными облигациями</p> <p>Валютный рынок — переход к единому плавающему курсу, либерализация, торговые системы:</p> <p>1993 г. — валютный своп-курс становится «Единым официальным курсом» с установленными границами его колебаний (к американскому доллару, гонконгскому доллару, японской иене);</p> <p>1994 г. — отмена валютных сертификатов (Foreign Exchange Certificates, FEC) — см. п. 5.5;</p> <p>внедрение электронной межбанковской системы торговли иностранной валютой (The China Foreign Exchange Trade System, CFETS). Центр — в Шанхае, связывала 22 города;</p> <p>1994—1996 гг. — внедрение Системы по передаче и покупке иностранной валюты компаниями (FESP) через сеть углономоченных банков<sup>31</sup>;</p> <p>1996 г. — иностранные банки допущены к продаже валюты FTS (по приоритетным направлениям импорта), могут открываться на всей территории Китая; повышается квота на владение компаниями, физическими лицами иностранной валютой.</p> <p>1 декабря 1996 г. — Китай принял обязательства по текущему счещу разд. 2, 3, 4 Устава МВФ. Сняты ограничения по текущему счещу. Подготовка к либерализации счещу капитала</p>

<p>1997—2002 гг. III этап реформ: «Социалистическая рыночная экономика»<sup>32</sup> Смена парадигмы финансовой политики государства.</p>	<p>Снижение годового прироста ВВП (7,6—9,3%). Закрепление доли накопления в ВВП на уровне 35,1—38,0%, доля накопления основного капитала в ВВП — 32,9—36,3%. Резкий рост положительного чистого экспорта по итогам 1997 г. (с 2,5%</p>		<p>Банковская система: 1995 г. — запрет операций банков с корпоративными ценными бумагами (Закон о коммерческих банках). Создается отдельный межбанковский рынок облигаций, регулируемый Народным банком Китая (РВС), на котором торгуются государственные облигации, облигации местных органов власти, облигации и векселя ЦБ (РВС), корпоративные облигации и векселя. 1996 г. — основание Национального межбанковского центра с сетью филиалов для унификации ставок на рынке МБК 1991—1992 гг. — первая реформа рынка ценных бумаг, перевод рынка из регионального в национальный формат. Старт развитию регулятивной инфраструктуры. Государственные ценные бумаги: 1995 г. — начало заключения сделок репо с государственными облигациями; 1996 г. — представлен механизм аукционной продажи государственных облигаций (до этого — система лотерей)</p>
	<p>Экономика</p>		<p>Открытие для иностранных инвесторов западных районов Китая<sup>33</sup>, по аналогии с открытием восточных районов</p>

Этап	Показатели	Область	Характеристика
Активное реформирование финансово-го сектора	в 1996 г. до 3,5% к ВВП в 1997 г.), Далее — его закрепление в диапазоне (2,1—2,8% к ВВП)		<p>1997 г. — Масштабная ликвидация убыточных SOE: списание задолженности по банковским кредитам, банкротство, передача в аренду/продажа частным лицам</p> <p>1999 г. — ускорение реформы SOE и процессов акционирования, программа перевода долгов в акции и их передача кредиторам — банкам, страховым компаниям, общественным организациям. Распространение акций среди персонала</p> <p>1999 г. — принятие Закона о предприятиях, основанных на личных инвестициях. Предоставление части компаний частного сектора права на самостоятельное проведение экспортно-импортных операций</p>
		Финансы	<p>2001 г. — вступление в ВТО. Начало активных процессов либерализации финансового рынка</p> <p>Налоговая система: курс на унификацию и упрощение налогообложения для привлечения прямых иностранных инвестиций, снижение затрат на налоговое администрирование</p> <p>Валютный рынок: либерализация и развитие новых инструментов<sup>34</sup>.</p> <p>1997 г. — РВС открывает 12 отделений для заключения форвардных валютных контрактов;</p> <p>2001 г. — китайским инвесторам (включая физлиц) разрешено инвестировать свои сбережения в иностранной валюте в акции типа «B». Повышены Retention Quotas, ряду компаний разрешены самостоятельные валютные операции</p>

<p>2003—2007 гг. IV этап реформ «Совершенствование социалистической рыночной экономики»<sup>35</sup></p> <p>Рост золотовалютных резервов. Сильное давление на курс юаня в сторону укрепления</p>	<p>Темы годового прироста ВВП увеличились по сравнению с предыдущим этапом (диапазон 10,0–14,2%). Доля накопления в ВВП заметно выросла — 41,2—43,3%, как и доля накопления основного капитала в ВВП — 39,1—40,7%. Ежегодно ускоряющийся рост положительного значения</p>	<p>Экономика</p>	<p>Азиатский кризис, усиление контроля за счетом капитала (мониторинг потоков) — п. 5.6.</p> <p>Банковская система:</p> <p>1997 г. — Народный банк Китая (РБС) разрешает организовать межбанковский рынок репо на государственные облигации, заключение договоров геро на бирже для банков запрещается</p> <p>Разделение рынка облигаций</p> <p>1998 г. — рынок делится на три сегмента — биржевой, межбанковский и внебиржевой (п. 5.7)</p> <p>Либерализация рынка акций</p> <p>2001 г. — отказ от квотирования выпуска новых акций со стороны государства;</p> <p>2002 г. — открыт доступ для нерезидентов (квалифицированных инвесторов) к рынку акций типа «А», регулируется специальными правилами для квалифицированных инвесторов «Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) rules»</p> <p>Акцент на решение макроэкономических проблем и на макроэкономическое регулирование</p> <p>Устранение дисбалансов в макроэкономике, вызванных излишним стимулированием инвестиций в тяжелую промышленность и строительство, разными режимами регулирования SOE и частных компаний. Быстрый рост ВВП, накоплений, сбережений при низком потреблении.</p> <p>2004 г. — Ограничения на выдачу кредитов (повышение резервных требований)</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Продолжение табл. 5.1

Этап	Показатели	Область	Характеристика
	<p>чистого экспорта: 2003 г. — 2,2, 2008 г. — 8,8% к ВВП</p>	<p>Финансы</p>	<p>Налоговая система: упрощение налогообложения, отмена нестандартных и малозначимых налогов (п. 5.3)</p> <p>Новые цели реформирования рынка капитала: 2003 г. — начало построения многоуровневого финансового рынка с высокой диверсификацией финансовых продуктов<sup>36</sup>; С 2005 г. — начало долгосрочной реформы акционерного капитала, задача — повышение доли обращающихся акций<sup>37</sup></p>
			<p>Новый этап реформирования банковской системы (угроза накопления «плохих» банковских кредитов). Курс на корпоратизацию, акционирование крупнейших институтов, их преобразование в публичные компании: С 2003 г. — рекапитализация Банка Китая (Вос) и Китайского строительного банка (Ссв) за счет валютных резервов, внедрение системы корпоративного менеджмента, подготовка к выходу на биржу (см. п. 5.7); 2004 г. — переход Банка Китая (Вос<sup>38</sup>) в акционерную форму собственности; 2005 г. — начало политики по либерализации банковских ставок по кредитам; 2006 г. — листинг на бирже акций Банка Китая (Вос), Индустриального и коммерческого банка Китая (Исвс)</p>



<p>Небанковские финансовые институты</p> <p>2004—2007 гг. — реструктуризация (консолидация) и рекapитализация компаний по ценным бумагам, расширение спектра услуг, программа по развитию структурированных продуктов</p>	<p>Либерализация валютного рынка<sup>39</sup></p> <p>2005 г. — иностранные компании получили право листинга на Шанхайской фондовой бирже. Китайские компании получили право создавать SPV для слияния/поглощений зарубежных компаний;</p> <p>2001—2007 гг. — комплекс мер по балансированию счета капитала: 1. Усиление контроля за доходами от экспорта, выявление нелегального притока капитала; 2. Расширение лимитов на владение иностранной валютой китайскими компаниями;</p> <p>3. Введение ограничений на SOE и банки по внешним займам;</p> <p>2003—2007 гг. — комплекс мер по стимулированию экспорта капитала: 1. Местные власти получают полномочия по выдаче разрешений на покупку китайскими компаниями иностранной валюты. 2. Повышение потолка по вывозу наличной валюты за рубеж с целью туризма и образования. С 2004 г. ослаблены ограничения для китайских компаний по переводу активов за рубеж, сняты ограничения по расчетным счетам; 3. 2007 — Расширены возможности зарубежных инвестиций за счет дополнительных банковских инструментов, создания трастовых и инвестиционных компаний, развития квалифицированных коллективных инвестиций (QFII) — см. п. 5.7.</p> <p>В 2006 г. — снятие ограничений на допуск иностранных банков: те же операции, что и китайские банки, но более жесткое регулирование — см. п. 5.7.</p>

Окончание табл. 5.1

Этап	Показатели	Область	Характеристика
<p>2008—2014 г. IV этап реформ «Совершенствования социалистической рыночной экономики»<sup>41</sup></p>	<p>Темы годового прироста ВВП снизились (2008—2013 г. 7,6—10,5%). Доля накопления в ВВП выросла — 44,0-48,7% как и доля накопления основного капитала — 39,1—40,7%. Снижение доли чистого экспорта в ВВП в 2003 г. — 7,7%, 2008 г. — 2,8%</p>	<p>Экономика</p>	<p>Корпоративные облигации<sup>40</sup>: 2005 г. — небанковские компании могут выпускать краткосрочные ноты на рынке МБК</p> <p>Кризис 2009 г. Новые пути модернизации. Курс на выравнивание объемов ПИИ и зарубежных инвестиций для сбалансированного развития, модернизация политики в области государственных и частных инвестиций.</p> <p>Налоговая система: пилотные проекты по замене налога с оборота на НДС для крупных предприятий<sup>42</sup></p>
		<p>Финансы</p>	<p>2013 г. — пилотные проекты по секьюритизации кредитных активов (2010—2013 гг.)</p> <p>Налоговая политика. Реформирование системы косвенных налогов. Создание равных условий для китайских и иностранных участников, снижение налогового бремени для предприятий (переход на НДС вместо налога с оборота, для SME — повышение необлагаемого НДС минимума) (п. 5.3)</p> <p>Валютный рынок: совершенствование механизма формирования валютного курса в сторону управляемого, плавающего, основанного на спросе и предложении и с ориентиром на корзину валют<sup>43</sup>.</p> <p>2008 г. — продолжение либерализации: 1. Пилотные проекты по проведению обменных операций между компаниями. 2. Расширена квота по расчетам в иностранной валюте. 3. Снижение годовой квоты на краткосрочные обязательства в иностранной</p>

		<p>валюте. 4. Расширение плавающего диапазона курса юаня на межбанковском рынке;</p> <p>2009 г. — начало реализации программы по использованию юаня во внешнеторговых расчетах. Курс на деолларизацию экономики. Практика прямых продаж юаня за валюту других стран на межбанковском валютном рынке, заключение своп-соглашений с центральными банками других стран;</p> <p>2010—2012 гг. — усиление мониторинга «горячих» потоков капитала для проверки их законности (см. п. 5.5)</p> <p>Ужесточение ДКП. С 2012 г. выданные кредиты не могут превышать 75% банковских депозитов. Угроза «теневого» банковского сектора (Shadow Banking) (см. п. 5.7)</p>
--	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

- 1 Темпы прироста ВВП рассчитаны по данным МВФ (IMF, IFS). ВВП в национальной валюте в реальных ценах 2005 г.
- 2 Количественные показатели этапа приводятся и/или рассчитываются по данным Национального бюро статистики Китая (China Statistical Yearbooks (1996—2013) [Electronic resource] // National Bureau Statistics of China. [Official website]. <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData>).
- 3 Chen Z. Stock Market in China's Modernization Process — Its past, present and future prospects. Yale School of Management. 2006. June 1. P. 20.
- 4 Предварительно в июле 1979 г. был принят «Закон о совместных предприятиях».
- 5 Информация по СПЭЗ, ПОГ, ПЭЗ и открытию внутренних районов.
- 6 По данным Института Дальнего Востока РАН. См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 11.
- 7 Okazaki K. Banking System Reform in China. The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy. RAND Corporation, 2007. P. 8.
- 8 Ibid. P. 12.
- 9 Это создало условия для появления в 1986 г. параллельного рынка для обмена иностранной валютой между компаниями с избытком или дефицитом относительно установленной квоты. Однако обязательная продажа валютной выручки ФТС просуществовала до 2007 г. (см.: Биндер А., Кононов А. Валютная политика КНР: исторический аспект // Мировая экономика и международные отношения. 2014. № 2. С. 24—31).

## 5. Китай

- 10 Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries [Electronic resource] // International Economics [Official website]. [http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange\\_rate\\_regime/index.php?cid=8](http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8).
- 11 Okazaki K. Banking System Reform in China. P. 12.
- 12 Третий Пленум Центрального комитета Коммунистической партии Китая 12-го созыва обозначил курс на реализацию политики «открытых дверей», ускоренную урбанизацию экономики как главную движущую силу развития Китайской экономики (см.: Concept of planned commodity economy put forward in 1984. October 09, 2008 [Electronic resource] // People's daily online [Official website]. <http://english.people.com.cn/90002/95589/6512383.html>).
- 13 Распоряжение Госсовета КНР. Некоторые распоряжения об углублении реформы предприятий и укреплении жизненной силы предприятий. Декабрь 1986 г.
- 14 В октябре 1986 г. принято Положение Госсовета КНР о поощрении FDI (дополнительные льготы совместным предприятиям, занимающимся экспортом и применением передовых технологий). См.: Поощряемые сферы для привлечения инвестиций в Китайскую Народную Республику [Электронный ресурс] // Торговое представительство Российской Федерации в Китайской Народной Республике [Офф. сайт]. [http://www.russchinatrade.ru/about-china\\_new/invest-in-china](http://www.russchinatrade.ru/about-china_new/invest-in-china).
- 15 См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 11.
- 16 Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. Мн. : БГУ, 2002. С. 136. <http://www.bsu.by/sm.aspx?guid=44743>.
- 17 Первым акционерным обществом стала компания Tianqiao Department Store Co.Ltd, акции размещались среди работников университета. «Некоторые компании, чтобы привлечь внимание к акциям, обещали фиксированные дивиденды, которые, по специальному разрешению правительства, можно было выплачивать до перечисления налога на прибыль. В ряде случаев они гарантировали выкуп акций у держателей... и продавались они с помощью системы квот, установленных Правительством». См.: Рубцов Б. Современные фондовые рынки: учеб. пособие для вузов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 644—645.
- 18 По данным: Б. Б. Рубцова. См.: Рубцов Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов. С. 644.
- 19 Okazaki K. Op. cit. P. 12.
- 20 Chen Z. Stock Market in China's Modernization Process — Its past, present and future prospects. Yale School of Management. June 1, 2006. P. 20.
- 21 Этапы создания специальных экономических зон Китая [Electronic resource] // Экономическое развитие Китая [Official website]. <http://экономическое-развитие-китая.рф/>
- 22 Старейший банк Китая, был основан в 1912 г. С 1912 г. выполнял функции центрального банка, международного валютного и торгового банка. После основания КНР стал банком, уполномоченным на обслуживание валютного рынка и международной торговли.
- 23 Страхование и прочие неторговые операции.

## 5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

- 24 Chen Z. Stock Market in China's Modernization Process — Its past, present and future prospects. — Yale School of Management. June 1, 2006. P. 21—22.
- 25 Okazaki K. Banking System Reform in China. P. 12.
- 26 Эти формы имеют выраженную китайскую специфику и были узаконены в соответствии с Законом о компаниях, принятым в июле 1994 г., ст. 3.
- 27 Лишь несколько SOE было преобразовано в АО, основная часть — в ООО. См.: *Shuyun Ma. Shareholding System Reform in China: Privatizing by Groping for Stones*. Cheltenham, UK; Northampton, MA : Edward Elgar Publishing Ltd., 2010. P. 27.
- 28 The Third Plenum of the 14th CPC Central Committee // Beijing review [Official website]. [http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content\\_357540\\_3.htm](http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content_357540_3.htm).
- 29 См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 49.
- 30 В том числе разрешение для владельцев частных предприятий и индивидуальных предпринимателей вступать в члены Коммунистической партии.
- 31 China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows. BIS Papers № 44. 143. [Electronic resource] // The Bank for International Settlements [Official website]. [http://www.bis.org/publ/bppdf/bppdf\\_bispar44n.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bppdf_bispar44n.pdf).
- 32 Объявлено в октябре 1992 г. на XIV съезде КПК. <http://www.cntv.ru/2012/10/09/ART11349771433475113.shtml>.
- 33 На 4-м Пленуме Центрального комитета Коммунистической партии Китая 11-го созыва была объявлена стратегия масштабного освоения запада Китая.
- 34 Okazaki K. Banking System Reform in China. P. 12.
- 35 Назван на 3-м Пленуме ЦК КПК 16-го созыва. [http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015\\_81886.html](http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015_81886.html).
- 36 Одобрено на 3-м Пленуме ЦК КПК 18-го созыва 12 ноября 2013 г. [http://www.china.org.cn/china/third\\_plenary\\_session/2014/01/16/content\\_31212602.htm](http://www.china.org.cn/china/third_plenary_session/2014/01/16/content_31212602.htm).
- 37 Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы: Дис. ... канд. эк. наук. М., 2009. С. 19. [http://www.voc.cn/en/aboutvoc/ab1/200809/t20080901\\_1601737.html](http://www.voc.cn/en/aboutvoc/ab1/200809/t20080901_1601737.html).
- 38 *Ibid.*
- 39 *Ibid.*
- 40 *Ibid.*
- 41 Назван на 3-м Пленуме ЦК КПК 16-го созыва. [http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015\\_81886.html](http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015_81886.html).
- 42 Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая (theorychina.org) [Официальный сайт]. <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc50d3-41cf-9088-12de81277569>.
- 43 Годовые отчеты Народного банка Китая за 2008—2012 гг. <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/960/index.html>.

## 5. Китай

административных (государственное планирование, квоты, административно-разрешительный порядок действий см. Приложение 30) к рыночно-ориентированным (целевые индикаторы и их границы, учет рыночных условий, опережающее регулирование). Ниже охарактеризованы этапы эволюции (подробнее см. п. 5.2—5.7).

*1978—1983 гг.* «Осторожное» внедрение рынка в плановую экономику. Один и тот же процесс регулируется административными и рыночными методами по схеме: «выполнение обязательной квоты, в остальной части — свободное распоряжение» (квоты на изъятие части прибыли государственных предприятий (State Owned Enterprises, SOE); на удержание части валютной выручки). Развитие СЭЗ обеспечивает приток ПИИ, экспортную торговлю, но запрещаются расчеты в иностранной валюте внутри страны. Первые выпуски гособлигаций (пока без организованного обращения). Народный банк Китая (РБС) получает статус центрального банка. Стимулирование накоплений на уровне крупных SOE в тяжелой промышленности (в дополнение к накоплениям 1950—1960-х гг. в системе госбюджета).

*1984—1987 гг.* Дальнейшее внедрение рыночных механизмов: переход SOE, местных бюджетов на «подрядные» схемы взаимодействия с государством (п. 5.3). В банковской системе — отказ от кредитных планов, развитие рынка МБК. Реализуется второй уровень открытости экономики (14 открытых городов-портов) для экспорта технологий (ЗТЭР), снижается размер квот. Первые выпуски акций (пока без организованного рынка). Валютный курс унифицируется, при его установлении принимают во внимание рыночные показатели, вводится приближенный к рыночному «своп-курс» (на основе контрактов на покупку валюты в специализированных своп-центрах). Продолжение децентрализации регулятивных полномочий — Центральный банк и «Большая четверка». Продолжение заданного курса инвестиционной политики с внедрением рыночных инструментов — льготное кредитование SOE банками с участием государства и пополнение ликвидности последних из госбюджета.

*1988—1991 гг.* Углубление и первая приостановка реформ, «перегрев» экономики. Переход на распределение прибыли SOE через систему налогообложения. Расширение СЭЗ (третий уровень открытости — район Пундун) с акцентом на развитие финансовой инфраструктуры. Углубляются «подрядные» схемы взаимодействия центрального и местных бюджетов — переход к системе «финансовых заданий». Административно ограничивается целевое направле-

## 5.1. Цели и этапы финансовых стратегий модернизации

ние финансовых операций (покупка валюты ФТС, инвестиции). Физические лица могут покупать валюту для оплаты туризма и образования. Развивается инфраструктура валютно-обменных операций на основе банков (действующие центры FEAC изолированы на местном уровне). Формируется организованный биржевой рынок.

Стимулируются сбережения населения в банках под искусственно низкую процентную ставку, ограничение внутреннего спроса, вводится регулярно пересматриваемый перечень приоритетных отраслей для инвестиций.

*1992—1996 гг.* Ускорение и рост масштабов либерализации. Реформа прав собственности. Выделены следующие организационно-правовые формы собственности по секторам: 1) госсектор (SOE и государственные смешанные предприятия), 2) коллективный сектор (коллективные предприятия и смешанные коллективные предприятия), 3) частный сектор, индивидуальный сектор (индивидуальные предприятия и товарищества), 4) сектор смешанной экономики (государственно-коллективные, государственно-частные, коллективно-частные, государственно-коллективно-частные предприятия), 5) акционерный сектор (акционерные компании с ограниченной ответственностью и компании с ограниченной ответственностью), 6) сектор иностранных предприятий, 7) предприятия с участием капиталов из Тайваня, Гонконга и Макао, прочие виды хозяйственной деятельности. Корпоратизация SOE, налоговая и бюджетная реформы, налоговые льготы для иностранных инвестиций, унификация и переход к плавающему курсу юаня в рамках установленного коридора, отмена валютных сертификатов для иностранцев, внедрение электронных систем торговли валютой. Активная законодательная и нормотворческая деятельность (закрепление разнообразных форм собственности). В 1992 г. основана Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC). Дивергенция инвестиционной политики по направлениям: частные, государственные, иностранные и зарубежные.

*1997—2002 гг.* Подготовка и вступление в ВТО, активное реформирование и либерализация финансового рынка. Укрепление финансовой устойчивости SOE и банков, избавление от «плохих» долгов путем корпоратизации, акционирования, рекапитализации с участием государства. «Безопасные» схемы доступа на иностранных портфельных инвесторов (программа QFII). В 1998 г. создана Комиссия по регулированию страхового рынка (CIRC).

## 5. Китай

2003—2007 гг. Построение многоуровневого финансового рынка с диверсификацией финансовых продуктов. Задача — увеличить показатель free-float (доли акций в свободном обращении) через реформу акционерного капитала и приватизацию госпакетов. Акцент на решение макроэкономических проблем, устранение дисбалансов, вызванных излишним стимулированием инвестиций в производственный сектор. В 2003 г. сформированна Комиссия по регулированию банковской системы (CBRC).

2008—2014 гг. Продолжение заданных направлений либерализации и реформирование системы регулирования финансового рынка при сильном влиянии «западных стандартов» и решении специфических проблем китайского финансового рынка — рост «теневого» банковского сектора (Shadow Banking) и суррогатных финансовых продуктов (Приложение 25, 26).

На этом же этапе обозначен курс на либерализацию, сбалансированное развитие: повышение доли современных услуг и расходов на НИОКР в ВВП, ускорение реконструкции и обновления производств, рост урбанизации и сбалансированное региональное развитие, решение экологических проблем и снижение энергоемкости ВВП<sup>1</sup>.

Условиями сбалансированного развития в 2008—2014 гг. и на дальнейшую перспективу выступают<sup>2</sup>: 1) сдерживание темпов роста индекса потребительских цен (ИПЦ), стабилизация цен на низком уровне, в том числе за счет реформы ценообразования на сырьевые ресурсы; 2) сбалансированность платежного баланса<sup>3</sup> (рост инвестиций в зарубежные активы и сохранение объемов привлечения ПИИ, их отраслевая оптимизация, устойчивый рост импорта и экспорта); 3) активная финансовая политика, в том числе:

---

<sup>1</sup> Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая (theorychina.org) [Офис. сайт]. <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc-50d3-41cf-9088-12de81277569>.

<sup>2</sup> Там же. Раздел II. С. 12—15.

<sup>3</sup> В отчете Комиссии по национальному развитию и реформам (NDRC) в 2011 г. поставлена задача выравнивания темпов роста экспорта и импорта. (NDRC, Report on the Implementation of the 2010 Plan for National Economic and Social Development and on the 2011 Draft Plan for National Economic and Social Development, Xinhua Net, 5 March 2011) [Electronic resource] // The Chinese Central Government Official Webportal [Official website]. [http://www.gov.cn/official/2011-03/.../content\\_1826561.htm](http://www.gov.cn/official/2011-03/.../content_1826561.htm).



## 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления

— снижение налоговой нагрузки (взимание НДС вместо налога с оборота<sup>1</sup>, повышение необлагаемого минимума при расчете этих налогов у предприятий малого бизнеса);

— оптимизация государственных расходов (приоритет — социальное обеспечение, наука, технологии) и повышение эффективности управления государственными финансами, развитие рынка муниципальных займов;

— взвешенная монетарная политика — «умеренный рост» денежной массы, объемов кредитования, мониторинг рисков и дестабилизирующего воздействия крупных трансграничных потоков капитала, поддержание стабильного курса юаня.

## 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления

Реформам 1978 г. предшествовало масштабное накопление финансовых ресурсов в системе госбюджета (1950—1970-е гг.) посредством их изъятия у субъектов экономики. Изымались: прибыль (кроме небольшого премиального фонда, погашения платежей и возмещения убытков), амортизационные фонды (4—5% стоимости основных фондов). Налоги составляли 47—53% доходов бюджета. В целом к 1978 г. в бюджет мобилизовалось 37,7% национального дохода<sup>2</sup>; были созданы централизованный продовольственный фонд и фонд сельскохозяйственного сырья (прогрессивный сельскохозяйственный налог, который взимался натурой, и единые сельскохозяйственные закупки), шло «накопление живого труда» (привлечение десятков миллионов трудящихся к осуществлению крупнейших мероприятий капитального строительства).

С 1981 г. стимулировались производственные накопления у SOE: льготные кредиты (вложения в основные фонды SOE, финансируемые из государственного бюджета, в 1979 г. составляли  $\frac{2}{3}$ , а к середине 1980-х гг. всего  $\frac{1}{4}$  всех инвестиций)<sup>3</sup>, обязательное формирование специальных фондов для инвестиций. С 1984—1986 гг. по-

---

<sup>1</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 5.

<sup>2</sup> По данным Института Дальнего Востока РАН, приведенным в книге: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 11.

<sup>3</sup> См.: Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. Минск: БГУ, 2002. С. 108.

## 5. Китай

сле замены системы передачи прибыли системой взимания налога на прибыль (разные режимы налога на прибыль для предприятий различных форм собственности, для открытых для иностранного капитала и обычных зон) вводится требование обязательного перечисления в фонд «энергоресурсов и сообщения» вначале 10%, а с 1987 г. 15% прибыли после налогообложения<sup>1</sup>.

Одновременно с обязательным накоплением фондов SOE идет и накопление их убытков. Введение системы государственного подряда в 1987 г. предусматривало закрепление гарантированного получения прибыли в пределах базисной величины, из которой осуществлялись гарантированные выплаты вышестоящим инстанциям. Если фактическая прибыль превышала базовую величину, превышение оставалось на предприятии, а недостаток должен был покрываться за счет собственных средств. Однако механизма такого возмещения как такового не существовало<sup>2</sup>. Убытки финансировались денежной эмиссией, печатным станком Народного Банка Китая (списание «плохих» кредитов SOE). Вместе с дерегулированием цен (ценовой реформой).

Ценовая реформа началась в конце 1970-х гг. и продолжалась до конца 1990-хх гг. Была связана с последовательным отказом государства от регулирования цен на продукцию вначале сельскохозяйственного, а потом промышленного производства. К началу 1990-х гг. цены почти на половину промышленной продукции (по доле в общем объеме сделок) были дерегулированы, к 2003 г. этот показатель составлял уже 90%<sup>3</sup>, это вело к росту инфляции<sup>4</sup>.

1984—1997 гг. Поддержание ликвидности банков, предоставляющих кредиты SOE<sup>5</sup>, поддержание роста нормы сбережений за счет искусственного ограничения производства товаров народного потребления. Запускается механизм «максимизации производственного накопления в ущерб непроизводственному, внутри производственного накопления — максимизация капиталовложений в промышленность в ущерб сельскому хозяйству, в промыш-

---

<sup>1</sup> См.: Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. С. 141—142.

<sup>2</sup> См.: там же.

<sup>3</sup> См.: OECD Reviews of Regulatory Reform. 2005 г. Р. 50.

<sup>4</sup> См.: Дин Ж., Ковалев М. М. Указ. соч. С. 75—76.

<sup>5</sup> См.: Conway P., Herd R., Chalaux T. Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives // OECD Working Papers. 2010/12. № 822. Р. 6.

ленности — в тяжелую промышленность в ущерб легкой, в тяжелой — на развитие энергетики, металлургии в ущерб другим отраслям»<sup>1</sup>.

Доля сбережений в ВВП неуклонно растет (в 1985 г. — 34,6%, в 2012 г. — 51,2%) вместе с ростом доли срочных депозитов (в 1985 г. — 18,3%, в 2012 г. — 79,2%) (табл. 5.2). Показательно увеличение доли накоплений в ВВП (с 37,8% ВВП в 1978 г. до 48,7% в 2012 г.) и ее выравнивание с долей накопления основного капитала в ВВП: к 2012 г. 48,7 и 46,5% ВВП соответственно (табл. 5.2).

На начальных этапах реформ значительный вес в финансировании инвестиций имел государственный бюджет: в 1981 г. — 28%. В 1990 г. этот показатель опустился до 8,7%, а в 1998 г. — до 2,8%. Затем доля государственных инвестиций выросла до 7% к 2002 г. и стабилизировалась на уровне 4,3—4,6% (исключение составили 2006—2007 гг.).

Вторым источником стали банковские кредиты. В 1985 г. их доля составила 20,1% (12,7% в 1981 г.). С 1985 г. по 2003 г. этот показатель стабилизировался на уровне 19—23,5% (в 1992 г. — 27%). С 2003 г. по 2012 г. доля банковских кредитов последовательно сокращалась до 12,6% в 2012 г.

Снижение доли государственных инвестиций и с 2003 г. — доли банковских кредитов компенсировалось ростом собственных средств предприятий (с 49% в 1990 г. до 67,8% в 2012 г.). Доля собственных средств в общей структуре инвестиций в основные фонды также стабилизировалась с 2007 г. на уровне 60—68%. В 2013 г. этот показатель составил 63%<sup>2</sup>.

Данные о динамике накоплений сбережений источников финансирования инвестиций приведены в табл. 5.2.

С 2003 г. — накопление диспропорций в экономике, вызванных концентрацией инвестиций в основные фонды тяжелой промышленности. При этом проводится ограничение инвестиционной активности через систему банковского кредитования (с 2004 г. — повышение нормы отчислений в резерв по выданным кредитам — см. п. 5.7).

---

<sup>1</sup> Данные Института Дальнего Востока РАН. См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. С. 15. Здесь же приводятся фактические данные, подтверждающие заданную формулу распределения накоплений.

<sup>2</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 5.

Таблица 5.2. Накопления, сбережения, источники финансирования инвестиций

Год	Накопление и сбережения, % к ВВП					Источники инвестиций в основные фонды, % к общему объему					Доля ПИИ в накоплении нового капитала, % <sup>3</sup>
	Срочные депозиты <sup>1</sup>	Сбережения <sup>2</sup>	Накопления	Накопления нового капитала	Чистый экспорт	Госбюджет <sup>1*</sup>	Кредиты <sup>2*</sup>	ПИИ <sup>3*</sup>	Собственные средства <sup>4*</sup>	Другие источники <sup>5*</sup>	
1978	x	x	37,80	29,46	-0,31	x	—	—	—	x	x
1981	x	x	33,33	27,38	0,35	28,1	12,7	3,8	55,5	x	x
1983	x	x	34,20	28,90	0,85	23,8	12,3	4,7	59,3	x	x
1984	x	x	34,89	29,79	0,02	23,0	14,1	3,9	59,1	x	x
1985	18,19	34,63	38,35	29,64	-4,07	16,0	20,1	3,6	60,3	x	x
1988	22,91	36,66	37,89	31,26	-1,00	9,3	21,0	5,9	63,8	x	x
1989	28,48	36,01	37,27	26,01	-1,09	8,3	17,3	6,6	67,8	x	x
1990	36,01	39,50	36,14	25,86	2,73	8,7	19,6	6,3	49,0	16,4	3,78
1991	37,98	39,62	36,12	27,87	2,83	6,8	23,5	5,7	64,0	x	4,13
1992	39,30	38,98	37,46	31,62	1,02	4,3	27,4	5,8	62,5	x	8,24
1996	51,10	41,29	40,44	33,79	2,05	2,7	19,6	11,8	53,1	12,8	14,43
1997	55,25	41,83	37,95	32,88	4,50	2,8	18,9	10,6	54,9	12,7	14,45
1998	59,48	40,19	37,10	33,85	4,30	4,2	19,3	9,1	51,8	15,7	13,17
2002	66,10	40,30	37,87	36,26	2,57	7,0	19,7	4,6	50,6	18,0	10,01

2003	69,67	43,99	41,20	39,38	2,18	4,6	20,5	4,4	53,7	16,8	8,28
2006	74,70	51,52	42,97	40,66	7,70	3,9	16,5	3,6	59,7	16,2	6,30
2007	64,94	51,83	41,74	39,11	8,81	3,9	15,3	3,4	60,6	16,8	6,05
2008	69,35	53,35	44,05	40,79	7,71	4,3	14,5	2,9	64,8	13,5	5,01
2011	74,57	50,12	47,56	45,03	2,57	4,3	13,4	1,5	66,3	14,6	3,48
2012	79,19	51,17	48,66	46,54	2,82	4,6	12,6	1,1	67,8	13,9	2,90

<sup>1\*</sup> Инвестиции из государственного бюджета в строительство инфраструктуры, расходы на восстановление после стихийных бедствий, средства на реконструкцию основных фондов и иные финансовые вложения (по определению NBS).

<sup>2\*</sup> Кредиты и займы, предоставленные коммерческими банками, небанковскими институтами, государственными структурами на цели инвестиций в основные средства (по определению NBS).

<sup>3\*</sup> Зарубежные активы (включая Гонконг, Макао и Тайвань) в виде оборудования, материалов, технологий, полученные за рассматриваемый период, предоставленные иностранные займы (кредиты от иностранных правительств, международных финансовых организаций, экспортные кредиты, коммерческие кредиты иностранных коммерческих банков, выпуск акций и облигаций за рубежом, FDI и другие инвестиции). Исключаются активы и займы в иностранной валюте (по определению NBS).

<sup>4\*</sup> До 1995 г. — собственные средства и другие источники. С 1995 г. — только собственные средства: инвестиции в основные фонды с использованием собственных средств различных компаний и институтов или с использованием ими средств, предоставленных активом в нефинансовой форме, средств от институтов, не являющихся финансовыми организациями (по определению NBS).

<sup>5\*</sup> Другие источники инвестиций в основные фонды, включая средства, полученные от физических лиц, пожертвования и средства, передаваемые из других подразделений.

Источники: China Statistical Yearbooks (1996—2013 гг.) [Electronic resource] / National Bureau Statistics of China. [Official website]. <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData>.

<sup>1</sup> IMF IFS за 1978—2012 гг. (Savings Deposits).

<sup>2</sup> World Bank Database по состоянию на апрель 2014 г. (Gross savings, % of GDP).

<sup>3</sup> «Освоенные FDI», деленные на «Накопление основного капитала» (Министерство торговли Китая, MOFCOM / [www.fdi.gov.cn](http://www.fdi.gov.cn)).

## 5. Китай

Внутреннее потребление сокращается, SOE переориентируются на экспорт (самый высокий показатель положительного значения чистого экспорта в 2007 г., 8,8% ВВП). Экспортная выручка способствует росту показателя сбережений за счет сбережений крупных SOE.

С 1979 г. в качестве источника финансирования инвестиций используются заимствования государства за рубежом. За период с 1979 по 2000 г. Китаем было заключено более 2 тыс. кредитных соглашений на сумму около 300 млрд долл., из которой использовано более 280 млрд долл., что составило около 40% общего объема освоенных иностранных инвестиций. Из них банковские коммерческие кредиты — 33% освоенного ссудного капитала, межправительственные кредиты — 26%, кредиты международных финансовых организаций — 18%, доля экспортных кредитов под государственные гарантии — 13%, облигационные займы, акции и облигации за рубежом — 10%<sup>1</sup>.

С 1980 г. введена вторая линия стимулирования накоплений и инвестиций — через создание отдельных точек роста на основе прямых иностранных инвестиций в свободных экономических зонах. В Китае СЭЗ представлены разными типами (табл. 5.3). Особенностью СЭЗ являлась их «автономность», делегирование регулятивных полномочий местным органам власти (решение об учреждении FIE, установление налоговых льгот, упрощение процедуры получения виз и т.д.).

Задачи СЭЗ — привлечение ПИИ, передовых техники и технологий, создание предприятий в наукоемких отраслях, рост экспорта; распространение передового опыта, использование дешевой рабочей силы.

Предусматривалось последовательное открытие территории Китая вначале с наиболее привлекательных для иностранного капитала прибрежных восточных районов (развитая транспортная инфраструктура, материальные и трудовые ресурсы), затем внутренние районы юго-востока, центральные и западные районы. В соответствии с этим выделялось 4 уровня открытости, на каждом из которых вводился свой тип СЭЗ: 1. СПЭЗ, 2. Приморские открытые города-порты, 3. Приморские открытые экономические зоны, 4. Внутренние районы.

---

<sup>1</sup> См.: Политика привлечения зарубежных кредитов Китая [Электронный ресурс] / Экономическое развитие Китая [Официальный сайт]. <http://экономическое-развитие-китай.рф/>.

## 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления

Объемы прямых иностранных инвестиций росли высокими темпами, но не доминировали. Доля ПИИ в общих источниках финансирования росла с 1981 г. — 3,8% до 1996 г. — 11,8 и снижалась с 1996 г. вплоть до 2012 г. — 1,1% (последние отчетные данные). Для сравнения, доля освоенных ПИИ в накоплении основного капитала демонстрирует похожую динамику — рост до 16,8% в 1994 г. и снижение с 1994 г. — до 2,9% в 2012 г. (исключение — небольшой рост с 9,96% в 2000 г. до 10,21% в 2001) (см. табл. 5.2).

Таблица 5.3. Характеристика СЭЗ в Китае: последовательность и цели создания

Тип СЭЗ	История создания	Цели
Специальные экономические зоны (СПЭЗ), с 1980 г.	На 2013 г. — 5: Шэньчжэнь, Чжухай, Шаньтоу, Сямэнь, Хайнань (с 1980 г.), приравненный к ним район Пудун (Шанхай) (1990 г.)	Комплексное развитие. Начальная инфраструктура — за счет государства, далее — за счет ПИИ. Промышленная, агропромышленная, туристическая специализации. Самостоятельное нормотворчество
Приморские открытые города (ПОГ) — зоны приграничного сотрудничества с развитой инфраструктурой, с 1984 г.	На 2013 г. — 14: в г. Хэйхэ, Суйфэньхэ (Хэйлунцзян), Маньчжоули, Эрлянь (Автономный район Внутренняя Монголия), Хуэйчунь (Цзилинь), Дандун (Ляонин), Инин, Болэ, Тачэн (Синьцзян-Уйгурский автономный район), Пинсян, Дунсин (Гуанси-Чжуанский автономный район), Жуйли, Ваньтин, Хэкоу (Юньнань)	Комплексное развитие. В общей системе законодательства КНР, но свободны в реализации экономической политики, применении налоговых льгот
Приморские экономические зоны, 1988 г.	На 2013 г. — 7. По аналогии с ПОГ, но охватывают как города, так и сельские территории	
Зона технико-экономического развития (ЗТЭР)	На 2013 г. — 90 в г. Пекин, Шанхай, Гуанчжоу, Тяньцзинь, Далянь, Харбин, Урумчи, Ухань, Чунцин, Ханчжоу, Шэньян и др.	Льготы — при условии привлечения новых для Китая технологий. Массовое строительство новых производств
Другие СЭЗ, меньшие по размерам	Высокотехнологичные, беспошлинные, инвестиционные и др. Наиболее известные — в Сянгане и Аомыне; международная зона экономического сотрудничества Туманган	

Источник: Информация о специальных экономических зонах КНР [Электронный ресурс] // Министерство экономического развития РФ. Единый портал внешнеэкономической информации Российской Федерации [Официальный сайт]. [http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about\\_cn/laws\\_ved\\_cn/special\\_area\\_cn/](http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about_cn/laws_ved_cn/special_area_cn/).

## 5. Китай

При этом инвестиции в основные фонды иностранных компаний и совместных предприятий с 1995—2012 гг. находились в диапазоне 6,0—8,0% общих инвестиций (исключения — 2006—2008 гг., 9,0—10,5%) (табл. 5.4).

С 1986 г. для ПИИ в составе СЭЗ, а с 2000-х гг. для внутренних инвестиций введен режим государственного регулирования их отраслевой структуры: деление отраслей на приоритетные, поощряемые, разрешаемые, ограниченные, запрещенные с разными режимами доступа инвесторов. Приоритетные отрасли (экспортноориентированные, новые технологии, промышленное строительство и инфраструктура) отличались облегченной процедурой получения разрешения на реализацию инвестиционных проектов<sup>1</sup>.

Таблица 5.4. **Инвестиции в основные фонды по формам собственности, %**

Год	Внутреннее	В том числе компании в собственности									Иностранные компании <sup>1</sup>
		государственной	коллективной	кооперативной	совместной	ограниченной ответственности	акционерной	частной	индивидуальные предприниматели	прочие	
1995	98,3	45,8	24,9	7,5	5,4	5,9	4,6	0,3	2,0	3,6	1,7
2000	98,0	46,3	23,2	6,8	5,3	6,6	4,1	0,1	5,7	1,8	2,0
2005	97,5	47,6	15,9	6,4	5,2	7,5	2,1	0,1	12,6	2,5	2,5
2006	90,1	33,2	3,6	0,8	0,5	26,5	8,2	19,4	5,2	2,4	9,9
2007	90,3	31,2	3,7	0,7	0,5	27,0	7,8	21,8	4,9	2,3	9,7
2008	91,1	30,9	4,0	0,7	0,4	26,7	7,7	22,6	4,6	2,5	8,9
2010	93,8	31,9	3,8	0,6	0,3	27,0	6,6	23,2	3,6	2,9	6,2
2011	94,0	28,2	3,5	0,6	0,3	29,5	6,5	24,4	3,6	3,5	6,0
2012	94,4	27,2	3,4	0,5	0,4	29,0	6,1	25,8	3,3	4,4	5,6

<sup>1</sup> В том числе компании, зарегистрированные на территориях: Макао, Тайвань, Гонконг.

Источники: Национальное бюро статистики Китая (NBS) (Статистические сборники за соответствующие годы / Раздел 5—3 «Общие инвестиции в основные фонды в целом по стране, по форме собственности и по регионам»). <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData>.

<sup>1</sup> Установлено Постановлением Госсовета о поощрении иностранных инвестиций (октябрь 1986 г.).



## 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления

В 1986 г. принят Закон о предприятиях со 100%-ным участием иностранного капитала (Wholly-Owned Foreign Enterprise, WFOE)<sup>1</sup>, не ограничивающих (в отличие от совместных предприятий — Equity Joint Ventures, EJV и Cooperative Joint Ventures, CJV) права иностранцев на участие в управлении. Национальное законодательство определяет следующие формы привлечения FDI: 1) СП (совместные акционерные предприятия, совместные долевые предприятия, совместные кооперационные предприятия, предприятия со 100%-ным иностранным капиталом, WFOE); 2) совместное освоение проектов на договорной основе (без создания юридического лица); 3) операции на фондовом рынке (выпуск акций); 4) международный лизинг; 5) компенсация торговли — торговое соглашение, по которому FE предоставляет оборудование и технологии и взамен на договоренности с китайской стороной о покупке определенного количества произведенной с использованием оборудования продукции<sup>2</sup>. WFOE стали основной формой привлечения ПИИ в китайскую экономику (48,9% ПИИ в 2001 г. и 76% ПИИ в 2012 г.). Для сравнения, EJV обеспечивали только 20% ПИИ в 2012 г., CJV — 1,9% ПИИ (табл. 5.5). Приоритет WFOE поддерживался разрешением приобретать китайские компании.

Таблица 5.5. Структура иностранных инвестиций, %

Показатель	2001	2004	2007	2008	2010	2012	2013
Всего	100	100	100	100	100	100	100
I. ПИИ (реализованные)	96,01	94,63	95,44	97,00	97,16	98,61	99,05
Совместные акционерные предприятия	32,24	25,57	19,91	18,18	20,67	19,16	20,02
Совместные кооперативные предприятия	12,72	4,86	1,81	2,00	1,49	2,04	1,64
Предприятия со 100%-ным иностранным капиталом	48,90	62,78	73,10	75,92	74,41	76,03	75,46

<sup>1</sup> Закон КНР «О паевых совместных предприятиях китайского и иностранного капитала» 1 июля 1979 г. (изменен в 2000 г.) [Электронный ресурс] // Законодательство Китая [Офф. сайт]. [http://chinalawinfo.ru/economic\\_law/law\\_equity\\_joint](http://chinalawinfo.ru/economic_law/law_equity_joint).

<sup>2</sup> Закон КНР о совместных предприятиях с китайским и иностранным капиталом (1 июля 1979 г.), Закон КНР о предприятиях с иностранным капиталом (12 апреля 1986 г.), Положение Госсовета КНР о поощрении иностранных инвестиций (11 октября 1986 г.), Закон о внешней торговле КНР (12 мая 1994 г.).

## 5. Китай

Окончание табл. 5.5

Показатель	2001	2004	2007	2008	2010	2012	2013
Совместные долевые предприятия	1,08	1,21	0,63	0,90	0,59	1,39	1,92
Совместное освоение проекта	1,05	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Другие	0,03	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Другие формы ПИИ	3,99	5,37	4,56	3,00	2,84	1,39	0,96
Выпуск акций	0,00	1,08	0,51	0,08	1,53	0,64	0,27
Международный лизинг	0,21	0,06	0,23	0,15	0,28	0,00	0,00
Компенсация торговли	0,01	0,01	0,02	0,05	0,04	0,08	0,00
Переработка и сборка	3,77	4,22	3,79	2,71	0,99	0,67	0,68

Источник: По данным статистики Министерства торговли КНР (Ministry of Commerce People's Republic of China) / (MOFCOM.www.fdi.gov.cn).

Инвестиционная политика реализуется по четырем направлениям: государственные, частные иностранные, зарубежные инвестиции (Приложение 28).

Политика в области *государственных инвестиций* направлена на отказ от участия в инвестиционно-привлекательных и сосредоточение на крупных социально и стратегически значимых проектах (доступное жилье, благоустройство села, железные дороги, гидротехнические сооружения и т.д.).

Для *частных инвестиций* — поощрение вхождения частного капитала в реализацию инновационных госпрограмм (оптимизация отраслевой структуры и ускорение формирования новых отраслей стратегического характера), реформирование монополий. Приоритеты — финансовый сектор (сельские и городские финансовые кооперативы), нефтяная промышленность, электроэнергетика, железные дороги, телекоммуникации, коммунальное хозяйство. Механизмы поощрения — равенство доступа, государственно-частное партнерство, льготный процент, дотации.

Для *иностраных инвестиций* — снижение финансовой зависимости от ПИИ, их направление на высокотехнологичные производства. Разграничение инвестиций на поощряемые, разрешае-

## 5.2. Инвестиционная политика, норма сбережений и накопления

мые, ограниченные, запрещенные<sup>1</sup>. Китай сохраняет привлекательность для ПИИ (табл. 5.6).

Таблица 5.6. **Индекс доверия ПИИ**

Страна	2005	2007	2010	2012	2013
Япония	15	15	х	21	13
Южная Корея	20	24	х	19	21
Сингапур	7	х	7	18	10
Китай	1	1	1	1	2
Малайзия	10	20	16	х	25
Индия	2	2	3	2	5

Примечание. В 2013 г. КНР сместилась на второе место (первое место заняли США) (FDI Confidence Index Top 25) [Electronic resource] // Foreign Direct Investment (FDI) Confidence Index — A. T. Kearny [Official website]. <http://www.atkearney.com/ru/research-studies/foreign-direct-investment-confidence-index>).

*2008—2014 гг.* Направленно снижаются административные издержки: управление проектами передается на местный уровень (к 2013 г. доля проектов, утверждаемых на центральном уровне, снизилась до 60%<sup>2</sup>).

*2008 г.* Окончательно унифицировано налогообложение для иностранных и китайских компаний (начало в 1990-х, см. п. 5.3). Это стимулировало ПИИ, ослабило мотивации их перенаправления через офшоры (табл. 5.7).

Таблица 5.7. **Структура прямых иностранных инвестиций в КНР**

Страна	2013		Страна	2003	
	млрд долл.	%		млрд долл.	%
Гонконг	78,30	66,59	Гонконг	17,7	33,08
Сингапур	7,33	6,23	Виргинские острова	5,78	10,80

<sup>1</sup> Основной стратегический документ — «Каталог-руководство отраслей для иностранных инвестиций (Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries (Amended in 2011) [Electronic resource] // Ministry of Commerce People's Republic of China, MOFCOM [Official website]. <http://english.mofcom.gov.cn/article/policyrelease/aaa/201203/20120308027837.shtml>). В нем определены цель, задачи, поощряемые направления инвестиций и механизмы поощрения.

<sup>2</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 5.

## 5. Китай

Окончание табл. 5.7

Страна	2013		Страна	2003	
	млрд долл.	%		млрд долл.	%
Япония	7,06	6,01	Япония	5,05	9,45
Тайвань	5,25	4,46	Южная Корея	4,49	8,39
США	3,35	2,85	США	4,20	7,85
Южная Корея	3,06	2,60	Тайвань	3,38	6,31
Германия	2,10	1,78	Сингапур	2,06	3,85
Голландия	1,28	1,09	Западный Самоа	0,99	1,84
Великобритания	1,04	0,88	Каймановы острова	0,87	1,62
Франция	0,76	0,65	Германия	0,86	1,60
Всего	109,53	93,15	Всего	45,36	84,78

Источники: По данным статистики Министерства торговли КНР (MOFCOM), раздел «News Release of National Assimilation of FDI». <http://www.fdi.gov.cn>.

Формирование среднего класса, рост сферы услуг, удорожание рабочей силы привели к перенаправлению прямых иностранных инвестиций в центральные и западные районы Китая, что совпадает с задачами региональной политики<sup>1</sup> (табл. 5.8).

Таблица 5.8. Прямые иностранные инвестиции по регионам КНР

Прямые иностранные инвестиции	2010		2013	
	млрд долл.	%	млрд долл.	%
Восточные регионы (открытые зоны)	90	84,91	96,88	82,39
Центральные регионы	7	6,60	10,1	8,59
Западные регионы	9	8,49	10,61	9,02
Всего	106	100,00	118	100,00

Для *зарубежных инвестиций китайских компаний* — вывод на зарубежные рынки (ИРО) предприятий из лидирующих отраслей, поддержка государства:

1) 1979—2000 г. (ограничение государством суммарных инвестиций в зарубежные активы, среднегодовое значение таких инвестиций — 2,2 млрд долл.);

<sup>1</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 5.

### 5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

2) 2001 — 2005 гг. (стимулирование SOE, частных компаний к участию в зарубежных проектах, приобретению активов за рубежом («Go Global Strategy»<sup>1</sup>), среднегодовое значение инвестиций в зарубежные активы — 6,1 млрд долл.;

3) 2002—2014 гг. — продолжение «Go Global Strategy», ее поддержка.

Перспективными отраслями признаны: информационные технологии нового поколения, энергосбережение, биотехнологии, новые источники энергии, производство высококачественного оборудования, новых материалов, двигателей, работающих на новых источниках энергии.

Механизмы поощрения: политическая и аналитическая поддержка китайских компаний в сделках слияний и поглощений за рубежом; упрощение процедур получения разрешения на приобретение зарубежных активов<sup>2</sup>; усиление макроэкономического надзора вместо предварительного контроля.

Количественная и качественная характеристика данной политики приведена в Приложениях 28—31.

### 5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Налоговая политика на начальном этапе реформ была направлена на концентрацию финансовых ресурсов в государственном бюджете. Задачи — накопление капитала и регулирование инфляции за счет корректировки располагаемого дохода населения в соответствии с имеющимся предложением товаров и услуг на рынке<sup>3</sup>.

Длительное время основной формой мобилизации средств было «изъятие прибыли» у SOE и сельскохозяйственных производителей. Множественность и многообразие налогов сохранялись вплоть до унификации системы налогообложения с конца 1990-х гг.

---

<sup>1</sup> Впервые необходимость реализации данной политики была обозначена на XV съезде КПК в 1997 г. (XV Всекитайский съезд КПК. См.: Китайский информационный интернет-центр при Управлении издательства литературы на иностранных языках КНР [Офф. сайт]. [http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content\\_8950978.htm](http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content_8950978.htm)).

<sup>2</sup> Обязательность одобрения инвестиций уполномоченными государственными органами (MOFCOM и его территориальные подразделения) при взаимодействии с Комиссией по национальному развитию и реформам (NDRC).

<sup>3</sup> См.: *Blejer M., Burton D., Dunaway S., Szapary G.* China: Economic Reform and Macroeconomic Management / IMF Occasional Paper 76. Washington, D.C., January 1991.

## 5. Китай

1980—1984 гг. Поворотный момент в налоговой политике Китая: введение новой системы финансирования бюджета на местном и центральном уровне — «территориального финансового подряда». Доходы и расходы центрального и местных бюджетов распределялись с использованием четырех методов (табл. 5.9).

Таблица 5.9. Система подряда и методы распределения доходов и расходов

Метод	Доходы	Расходы
Закрепление заданий	Закрепляется % выплат из местного в центральный бюджет на 4—5 лет	Распределение по видам расходов на каждом местном уровне по аналогии с выбранным методом распределения доходов. При нехватке — дотации из центрального бюджета
Распределение доходов и расходов	В местный бюджет — налоги от субъектов не центрального подчинения. В центральный бюджет — таможенные пошлины и налоги от субъектов центрального подчинения	
Распределение заданий	Закрепление конкретных налогов за местным и центральным бюджетами. Излишек доходов над расходами — в центральный бюджет	
Особый метод	Для автономных регионов — распределение заданий и закрепление на 5 лет дотаций из центрального бюджета	

Источники: Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. Минск : БГУ, 2002. С. 136.

1983 г. Отмена полного изъятия прибыли SOE, часть дохода остается у предприятия и облагается налогом на прибыль. В 1978 г. на налоги приходилось от 46% доходов государственного бюджета. В 1984 г. — уже 58%. Доля налогов в доходах государства последовательно росла<sup>1</sup>.

1985—1986 гг. Начало активной фазы налоговой реформы для предприятий. В 1986—1987 г. SOE переходят на подрядную форму хозяйствования, при которой фиксируется плановый размер прибыли, от которого рассчитываются налоговые обязательства. Если фактическая прибыль оказывалась меньше плановой — налоговая разница возмещалась из собственных средств SOE. Создавался ме-

<sup>1</sup> China Statistical Yearbooks (1996—2013) [Electronic resource] // National Bureau Statistics of China [Official website]. <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/Annual-Data>.

ханизм обязательного формирования фондов у SOE из прибыли после налогообложения<sup>1</sup>.

1987—1992 гг. Введение системы «финансовых заданий» в развитие «территориального финансового подряда». Всего использовалось шесть методов расчета финансовых заданий для местных бюджетов с учетом ретроспективных данных по их доходам и расходам (в пределах установленного роста доходов, в пределах всех полученных сумм, комбинированный подход и т.д.)<sup>2</sup>.

Недостатки: итоговый процент распределения являлся результатом переговоров и не был объективен. Развитие экспериментальных и замедление развития традиционных торгово-промышленных регионов, повышение раздробленности, местный протекционизм, заинтересованность в ускоренных, часто избыточных капиталовложениях, плохая собираемость налогов<sup>3</sup>.

1993—1994 гг. Масштабная реформа налогообложения<sup>4</sup>: окончательное и унифицированное разграничение компетенций органов центральной и местной власти, утверждение пределов их расходов. Общая формула: 60% налоговых поступлений и 40% расходов — на уровне центрального бюджета, введение трансфертов: 20% всех доходов от центрального бюджета — к бюджетам местного уровня с низкими доходами. Разделение налогов на центральные, местные и совместного использования, независимая система их сбора.

В 1994 г. учреждено Национальное налоговое бюро. Введение единой ставки налога на прибыль предприятий (снижена с 55 до 33%) с сохранением системы пониженных ставок для компаний с низкой рентабельностью. Для основной массы предприятий — 33% с прогрессивной шкалой из 7 уровней, для коллективных предприятий и индивидуальных предпринимателей — прогрессивная шкала налога на прибыль предприятий из 8 уровней, от 10 до 55%. Для иностранных компаний — 33%, для СЭЗ — 15%<sup>5</sup>. Кроме того, для открытых зон по налогу прибыль предприятий применяется широкая система льгот.

---

<sup>1</sup> См.: Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. С. 141—142.

<sup>2</sup> См.: там же. С. 136—137.

<sup>3</sup> См.: там же.

<sup>4</sup> См.: The Third Plenum of the 14th CPC Central Committee // Beijing review [Official website] [http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content\\_357540\\_3.htm..](http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content_357540_3.htm..)

<sup>5</sup> См.: Дин Ж., Ковалев М. М. Указ. соч. С. 141—142.

## 5. Китай

Введение единого НДС с дифференциацией по сельскохозяйственным производителям<sup>1</sup>. НДС между центром и регионами распределяется по фиксированной ставке (табл. 5.10).

Таблица 5.10. **Распределенная система налогов после реформы 1994 г.**

Налоги центрального уровня	Местные налоги	Совместного использования
Таможенные пошлины, НДС (75%), потребительский налог <sup>1</sup> , налог на прибыль центральных предприятий, местных банков, иностранных банков, небанковских финансовых организаций, а также, вносимые железнодорожными организациями, главными отделениями всех банков и страховых компаний прибыли (включая промышленный сбор, собираемые ими подоходные налоги, собственные налоги на прибыль и сбор на охрану городских сооружений) и т.д.	Промысловый сбор (за исключением железнодорожных организаций, главных отделений всех банков и страховых компаний), подоходные налоги, собираемые местными предприятиями (за исключением местных банков, иностранных банков, небанковских финансовых организаций), передаваемая вышестоящим учреждениям прибыль местных предприятий, налог на пользование землей, индивидуальные подоходные налоги, налог с домов, налог на пользование автомобилями и судами, налог с убоя скота, сельскохозяйственный и скотоводческий налог и др., 25% НДС, поступающий в местные бюджеты	НДС (75% — центральный бюджет, 25% — местный) и налог на ресурсы (налог на морские ресурсы и нефть — в центральный бюджет, налог на земельные ресурсы — в местный).

<sup>1</sup> В Китае «плательщиками являются все виды предприятий, а также частные лица, которые осуществляют производство, переработку или импорт налогооблагаемых товаров на территории КНР. Экспортируемые потребительские товары освобождены от налога (за исключением запрещенных случаев экспорта). Потребительский налог взимается только один раз в процессе бизнеса и оплачивается конечным потребителем. Объекты налогообложения — табачные изделия, алкогольные напитки и спирт, косметическая продукция, продукция по уходу за кожей и волосами, ювелирные изделия, бензин и дизельное топливо, автопокрышки, мотоциклы, автомобили, петарды и фейерверки. См.: Потребительский налог // China [Tax] [Official website] [http:// www.chinatax.ru/china/2-2.php](http://www.chinatax.ru/china/2-2.php).

Источники: Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. С. 148.

*1995—2006 гг.* Унификация и упрощение налогообложения, снижение затрат на налоговое администрирование (отменены мно-

---

<sup>1</sup> По данным Института Дальнего Востока РАН. См.: Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. С. 49.



### 5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

гие нестандартные налоги — налог на банкеты, налог с убоя скота, сельскохозяйственный налог — с 2006 г., регулирующий сбор на капиталовложения в основные средства — с 2001 г.).

*Унификация налогов для иностранных и китайских компаний.* Последние реформы завершились в 2008 г. (единые налоги на прибыль предприятий, на недвижимость, на городской ремонт и строительство, дополнительный сбор на образование).

*С 2010 г.* — подготовка *новой реформы налогообложения*, направленной на снижение налогового бремени на предприятия<sup>1</sup>:

— реализация пилотных проектов в новых отраслях сферы услуг, в транспортном комплексе по взиманию НДС вместо налога с оборота (по результатам налоговая нагрузка уменьшена на 20 млрд долл. в год)<sup>2</sup>. Предполагается расширение перечня отраслей, участвующих в таких проектах<sup>3</sup>;

— увеличение необлагаемого минимума по НДС и налогу с оборота для SME<sup>4</sup>, развитие для них системы льготного налогообложения<sup>5</sup>;

— замена целевых поступлений в бюджет поступлениями общего характера, увеличение доли прибыли, получаемой государством как собственником (часть прибыли, дивиденды), реформа так называемых ресурсных платежей (отказ от специальной ставки взимания налога, прежде всего для «налога на уголь»)<sup>6</sup>;

— социальная направленность налогообложения (стимулирование трудоустройства, дополнительного пенсионного страхования в непроизводственной сфере)<sup>7</sup>.

Налоговая реформа 1994 г. скорректировала структуру налоговых доходов, привела к росту налоговой нагрузки (табл. 5.11). Раз-

---

<sup>1</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 5.

<sup>2</sup> Пересчитано в доллары США по среднегодовому официальному курсу 6,77 юаней за доллар (2010 г.) (China Statistical Yearbook 2013 / Foreign Trade and Economic Cooperation / 6—2 Reference Exchange Rate of Renminbi (Period Average).

<sup>3</sup> См.: Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. Раздел I. С. 14.

<sup>4</sup> См.: там же. С. 5.

<sup>5</sup> См.: там же. С. 14.

<sup>6</sup> См.: там же. С. 15—16.

<sup>7</sup> См.: там же. С. 16, 28.

## 5. Китай

витие налоговой системы шло в направлении унификации, упрощения, усиления регулятивной функции (снижение налогового бремени для SME, поддержка социальных проектов).

Несмотря на относительно низкие показатели налоговой нагрузки, многие китайские экономисты отмечают ее высокий уровень<sup>1</sup> из-за преобладания косвенных налогов и переложения основного налогового бремени на конечных потребителей.

Таблица 5.11. **Налоговые поступления в центральный бюджет и рост налоговой нагрузки, % к ВВП**

Год	Налоги на доходы (Taxes on Income, Profits, and Capital Gains)	Налоги на имущество (Taxes on Property)	Налоги на международные торговые сделки (Taxes on International Trade and Transactions)	Другие налоги	Всего налоговые доходы	Налоги в центральный и местные бюджеты (оценка)
1990	1,89	0,00	0,84	1,07	3,79	6,0
1991	1,86	0,00	0,85	0,77	3,48	6,0
1992	1,76	0,00	0,79	0,63	3,18	5,0
1993	1,27	0,00	0,71	0,40	2,39	4,0
1994	0,49	0,00	0,54	4,30	5,33	9,0
1995	0,58	0,00	0,46	3,79	4,83	8,0
1996	0,61	0,00	0,41	3,50	4,51	8,0
1997	0,50	0,00	0,39	4,27	5,15	9,0
1998	0,43	0,00	0,36	4,73	5,52	9,0
1999	0,46	0,00	0,68	5,62	6,76	11,0
2000	0,69	0,47	0,84	5,56	7,56	13,0
2001	1,06	0,28	0,88	6,25	8,46	14,0
2002	2,37	0,10	-0,42	7,68	9,73	16,0
2003	2,20	0,11	-0,90	8,48	9,89	16,0
2004	2,13	0,10	-1,18	7,80	8,86	15,0
2005	2,43	0,04	-1,62	7,91	8,76	15,0

<sup>1</sup> См., например: Prof. *Dashu Wang*. Tax Burdens in China, Peking University / Proceedings of the 15th Annual Conference of the Association for Chinese Economics Studies Australia (ACESA). 2004 [Electronic resource] // ACESA Proceedings [Official website]. <http://mams.rmit.edu.au/sd74hosgjd2s1.doc>.

### 5.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Окончание табл. 5.11

Год	Налоги на доходы (Taxes on Income, Profits, and Capital Gains)	Налоги на имущество (Taxes on Property)	Налоги на международные торговые сделки (Taxes on International Trade and Transactions)	Другие налоги	Всего налоговые доходы	Налоги в центральный и местные бюджеты (оценка)
2006	2,61	0,08	0,54	5,96	9,19	15,0
2007	2,84	0,73	0,55	5,81	9,93	17,0
2008	3,00	0,30	0,57	6,40	10,27	17,0
2009	2,93	0,15	0,44	7,02	10,54	18,0
2010	2,66	0,13	0,51	7,17	10,48	17,0
2011	2,90	0,09	0,55	7,14	10,67	18,0

Источники: На основании базы данных IMF IFS за 1978—2012 гг. Оценка налоговой нагрузки проводится на основе закреплённого соотношения между доходами центрального и местных бюджетов — 60% к 40% (см. выше о налоговой реформе 1994 г.).

#### **Налоговые льготы**

По мнению многих исследователей, Китай не был лидером по применению налоговых льгот. Последние вводились под влиянием наличия развернутых льготных режимов налогообложения в странах-конкурентах (Сингапур, Южная Корея). С 1994 г. с созданием Китайского банка развития (China Development Bank, CDB) большое значение получили льготные кредиты для привлечения ПИИ в крупные проекты (расширенный период кредитования, льготный процент)<sup>1</sup>.

*Налоговые льготы 1980—1990 гг.* Вводились для FIE Законами о налоге на прибыль совместных предприятий и FIE: Joint Venture Income Tax, 1980 г. (распространяется на EJV и CJV) и Foreign Enterprises Income Tax, 1981 г. (распространяется на остальные типы компаний с иностранными инвестициями). Предусматривалось избирательное стимулирование ПИИ по различным СЭЗ (табл. 5.12). Условие предоставления льгот: направление ПИИ в приоритетные регионы и в отрасли, которые не могли конкурировать с китайскими компаниями на внутреннем рынке. Это привело к concentra-

<sup>1</sup> <http://www.cdb.com.cn/english/Column.asp?ColumnId=103>.

## 5. Китай

ции ПИИ в ограниченном количестве городов юго-востока Китая, усложнило понимание налоговой системы иностранными инвесторами<sup>1</sup>.

*Налоговые льготы 1991—2007 гг.* Новым Законом о налоге на прибыль 1991 г. (FEITL) г. установлен единый режим льготного налогообложения для всех типов FIE. Рекомендации по его применению (Detailed Rules for the FEITL)<sup>2</sup> установили условия применения налоговых льгот, требования к различным группам ПИИ, в том числе относительно места их расположения.

*Налоговые льготы с 2008 г.* Принимается новый закон о налоге на прибыль FIE (2008 EIT Law)<sup>3</sup> и Рекомендации по его применению (Detailed Rules for the EIT Law), которыми отменяется и ограничивается большинство налоговых льгот 1991—2007 гг. на фоне снижения общей ставки налога на прибыль предприятий — 25% (вступление Китая в ВТО в 2001 г.).

Новый режим налоговых льгот связан с приоритетными отраслями (до этого предоставление налоговых льгот связывалось еще и с местом расположения предприятия, привязывалось к конкретной СЭЗ). Поддерживаются технологическое развитие, защита окружающей среды, энергосбережение, безопасность производства, венчурный капитал, аграрный сектор, лесное хозяйство, рыболовство, развитие инфраструктуры. Масштабы льгот сокращаются, переоценивается их значимость как инструмента привлечения ПИИ<sup>4</sup>.

### 5.4. Денежно-кредитная политика

В развитии денежно-кредитной политики (ДКП) выделяются три этапа:

*1978—1987 гг.* Ориентиры ДКП задавались директивно на уровне кассового и финансового плана. По мере реформирования SOE,

<sup>1</sup> См.: Halkyard A., Linghui R. China's Tax Incentive Regimes for Foreign Direct Investment: An Eassonian Analysis. 2008 [Electronic document] // Queens University [Official website]. <http://http://law.queensu.ca/.../AndrewHalkyardChineseTax>.

<sup>2</sup> Основные положения приводятся в: Gelatt T. T. A. Foreign Business Taxation Law: New Implementation Rules / East Asian Executive Reports, September 1991. P. 9.

<sup>3</sup> Закон КНР «О налоге на прибыль предприятий» от 16.03.2007 [Электронный ресурс] // Законодательство Китая [Офф. сайт]. [http://chinalawinfo.ru/economic\\_law/enterprise\\_tax\\_law](http://chinalawinfo.ru/economic_law/enterprise_tax_law) (вступил в силу с 1.01.2008).

<sup>4</sup> 2008 EIT Law. Art. 25.

Т а б л и ц а 5.12. **Периодизация развития системы налоговых льгот**

Годы	Налоговые льготы
<p>1980—1990 в четырех СПЭЗ, созданных в 1980 г.</p>	<p>СПЭЗ на базе провинций Гуандун и Фуцзянь</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ставка налога на прибыль для FIE снижена до 15% (за пределами зоны — 30%<sup>1</sup>);</li> <li>2. Дополнительные льготы FIE с инвестициями более 5 млн долл., внедряющим передовую технологию, с длительным периодом формирования капитала (в индивидуальном порядке);</li> <li>3. Возврат подоходного налога, уже уплаченного с суммы прибыли, реинвестируемой в экономику СПЭЗ иностранным инвестором на период не менее 5 лет<sup>2</sup>.</li> </ol>
<p>1984—1987 В 14 приморских открытых городах (ПОГ), в зонах технико-экономического развития (ЗТЭР)</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. В ПОГ, в ЗТЭР — налоговые каникулы и пониженные ставки налога на прибыль для созданных на их территории FIE<sup>3</sup>;</li> <li>2. Дополнительно в ЗТЭР — нулевая ставка на дивиденды, пониженный налог (10%) на часть прибыли иностранных акционеров, которая капитализируется в совместные предприятия, ориентированные на производство.</li> </ol> <p>В 1986 г. FIE — группы экспорториентированных и технологически передовых предприятий промышленности получили возможность снижения налогов после налоговых каникул<sup>4</sup>.</p> <p>В 1988 и 1990 г. соответственно FIE в СПЭЗ Хайнань и Пудун получили налоговые льготы, аналогичные СЭЗ<sup>5</sup></p>
<p>1991—2007 Единая система льгот, но с сильной дифференциацией по условиям применения (отраслевой критерий и кри-</p>	<p><i>А. Налоговые каникулы</i><sup>6</sup></p> <p>Стандартная форма «Два года освобождение от уплаты налогов, три года — налогообложение по льготной ставке» («Exemption-Two-Reduction-Three» policy). Применялась только для EJV.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>A1. Длительные налоговые каникулы на 5 лет (следующие за предыдущими 5 годами 50%-го снижения налога на прибыль), предоставлялись FIE в строительстве портов (с контрактом более 15 лет<sup>7</sup>), FIE, занятым в инфраструктурных проектах в СПЭЗ Хайнань и Пудун<sup>8</sup></li> <li>A2. Короткие налоговые каникулы на 1 год (следующие за двухлетней уплатой FIE 50% налога на прибыль предоставлялись:</li> </ol> <p>1) FIE сферы услуг, созданные в СПЭЗ с ПИИ более 5 млн долл. и контрактом более 10 лет<sup>9</sup>;</p>

Годы	Налоговые льготы
Годы терий месторасположения)	<p>2) Иностранные банки, их филиалы, китайские банки с иностранным капиталом, другие финансовые институты, созданные в СПЭЗ и других одобренных территориях. Условие — выполнение требований к капиталу и продолжительность контракта на оказание услуг<sup>10</sup>;</p> <p>3) Высокотехнологичные EJV в новых СЭЗ и в ЗТЭР с контрактом более 10 лет<sup>11</sup>.</p> <p>А3. FIE в сельском хозяйстве, лесной промышленности; животноводстве или FIE экономически отсталых регионов могли снижать налоговые выплаты на следующие 10 лет<sup>12</sup></p> <p><b>В. Снижение ставки налога на прибыль</b></p> <p>Были установлены две льготные ставки: 24% и 15%.<sup>13</sup> Ставка 15% уже применялась в СПЭЗ. Для других FIE использовались критерии — месторасположение в СЭЗ и отраслевая принадлежность, ставка была выше 15%, но ниже общей ставки в 33%.</p> <p>По отраслевой принадлежности: FIE производственной сферы<sup>14</sup>; реализующие инфраструктурные проекты<sup>15</sup>; иностранные банки, их филиалы, китайские банки с иностранным капиталом, другие финансовые институты<sup>16</sup>; высокотехнологичные и экспортноориентированные FIE; другие FIE, занятые в приоритетных областях.</p> <p>С. Ускоренная амортизация — могла применяться FIE без ограничений методом линейного учета, для применения другого метода — одобрение налоговой службы<sup>17</sup>.</p> <p><b>D. Налоговый вычет (Favorable Deduction Rules)</b></p> <p>С 1 января 1996 г. — при условии, что доля расходов компании на исследование и развитие составит более 10% к предыдущему году (вычет до 50% от размера таких расходов<sup>18</sup>). Льгота не распространялась на FIE до 2000 г.<sup>19</sup></p> <p>Е. Стимулы к реинвестированию<sup>20</sup></p> <p>Е1. Иностранный инвестор или FIE, реинвестировавшие часть полученной от участия в компании прибыли в эту же компанию путем ее капитализации или создания другого FIE на период более 5 лет, получали возврат 40% уплаченного налога на реинвестированную часть прибыли.</p>

	<p><i>E2. Если реинвестиции делались в экспортоориентированные или технологически передовые отрасли, или FIE учреждена в СПЗЗ Хайнань и реинвестиции делались в инфраструктурное или сельскохозяйственное развитие Хайнаня, возврат мог достигать 100%.</i></p> <p><i>F. Освобождение от подоходного налога — Доход иностранного инвестора с определенным резидентством от участия в FIE освобождается от подоходного налога<sup>21</sup></i></p>
<p>2008—2014 Сокращение налоговых льгот, их унификация и более узкая целевая направленность</p>	<p><i>A. Налоговые каникулы — на 3 года, за которыми следует 3 года 50%-ного снижения налога на прибыль (для FIE, реализующих общественно значимые инфраструктурные проекты: порты, аэропорты, железные дороги, транспорт и электростанции, поддерживаемые государством; проекты, направленные на защиту окружающей среды, энерго- и водосбережение)<sup>22</sup>.</i></p> <p><i>B. Снижение ставки налога на прибыль</i></p> <p><i>B1. 50%-ное снижение ставки для FIE в сельском и лесном хозяйстве, животноводстве, рыболовстве. Детализируются условия и расширяются масштабы применения<sup>23</sup>.</i></p> <p><i>B2. Льготный налоговый режим для FIE, передающих новые технологии. Доход FIE от передачи технологий в сумме 5 млн юаней (на 2008 г. примерно 720 тыс. долл.<sup>24</sup>), полученных в первый год, вычитается из налогооблагаемой базы, свыше — льгота 50% от установленной ставки налога в 25%<sup>25</sup>.</i></p> <p><i>B3. Льготная ставка 15% — только для FIE высоких и новых технологий при условии государственной поддержки проектов, прав на интеллектуальную собственность<sup>26</sup>.</i></p> <p><i>B4. Для венчурных предприятий, инвестирующих в SME, компаний, утилизирующих отходы, — вычет 70% от размера ПИИ в указанные направления (после 2 лет работы)<sup>27</sup>.</i></p> <p><i>C. Ускоренная амортизация — На прежних условиях<sup>28</sup>.</i></p> <p><i>D. Налоговый вычет</i></p> <p><i>D1 — Особый налоговый вычет в размере 150% расходов на исследование и развитие<sup>29</sup>.</i></p> <p><i>D2 — Налоговый вычет в размере 100% от заработных плат, выплаченных в текущем году определенным социальным защищаемым категориям сотрудникам<sup>30</sup>.</i></p> <p><i>F. Освобождение от подоходного налога — Доход иностранного инвестора от участия в FIE — по льготной ставке 10%<sup>31</sup>.</i></p>

## 5. Китай

<sup>1</sup> Guangdong [Canton Province]: Ordinance of Special Economic Zones of Guangdong Province (promulgated by the Standing Committee of the National People's Congress on 26 August 1980). Article 14.

<sup>2</sup> Ibid. Art. 16.

<sup>3</sup> Provisional Regulations for Special Economic Zones and 14 Coastal Cities on Reduction and Exemption of Enterprises Income Tax and Consolidated Industrial and Commercial Tax, Promulgated by the State Council on 15 November 1984, and taking effect on 1 December 1984 [Electronic resource] // China Law information [Official website]. [http://www.chinahotelsreservation.com/china\\_law/Provisional\\_Regulations\\_china\\_law\\_for\\_Special1452.html](http://www.chinahotelsreservation.com/china_law/Provisional_Regulations_china_law_for_Special1452.html).

<sup>4</sup> Provisions for the Encouragement of Foreign Investment (promulgated by the State Council on 11 October 1986), приводится в: *Halkyard A., Linghui R.* China's Tax Incentive Regimes for Foreign Direct Investment: An Eassonian Analysis. — 2008 [Electronic document] // Queens University [Official website]. <http://law.queensu.ca/~/AndrewHalkyardChinesetax>.

<sup>5</sup> *Halkyard A., Linghui R.* China's Tax Incentive Regimes for Foreign Direct Investment: An Eassonian Analysis. 2008 [Electronic document] // Queens University [Official website]. <http://law.queensu.ca/~/AndrewHalkyardChinesetax>.

<sup>6</sup> FEITL Art. 8.

<sup>7</sup> Detailed Rules for the FEITL. Art. 75. P. 1.

<sup>8</sup> FEITL. Art. 75. P. 2—3.

<sup>9</sup> Detailed Rules for the FEITL. Art. 75. P. 4.

<sup>10</sup> FEITL. Art. 75. P. 5.

<sup>11</sup> Ibid. P. 6.

<sup>12</sup> FEITL. Art. 7. P. 3.

<sup>13</sup> FEITL. Arts 7 and 8.

<sup>14</sup> Производственная сфера: 1) машиностроение и электроника; 2) энергетическая отрасль (искл. добычу нефти и природного газа); 3) металлургическая, химическая промышленность и производство строительных материалов; 4) легкая, текстильная промышленность; 5) производство медицинских препаратов и фармацевтика; 6) растениеводство, животноводство, рыболовство; (7) строительство; (8) связь и транспорт (исключая пассажирский); 9) развитие науки и технологий, геологоразведка 10) другие отрасли, признаваемые таковыми налоговой службой / Detailed Rules for the FEITL. Art. 72.

<sup>15</sup> FEITL. Art. 7. P. 3; Detailed Rules for the FEITL. Art. 73. P. 1, 2 and 4.

<sup>16</sup> Detailed Rules for the FEITL. Art. 73. P. 3.

<sup>17</sup> FEITL. Art. 34.

<sup>18</sup> Caigongzi. Notice of the Ministry of Finance and the State Administration of Taxation on Related Financial and Taxation Issues Related to Promoting Technology Progress of Domestic Enterprises. The Ministry of Finance and the State Administration of Taxation, 4 April 1996.

<sup>19</sup> Guoshuifa [1999] No. 173 (issued by the State Administration of Taxation on 17 September 1999).



#### 5.4. Денежно-кредитная политика

20 FEITL, Art. 10.

21 FEITL, Art. 19.

22 2008 EIT Law, Art. 27. P. 2—3.

23 *Ibid.* P. 1.

24 Пересчитано в доллары США по среднегодовому официальному курсу 6,945 юаней за доллар (1998 г.). См.: China Statistical Yearbook 2013 / Foreign Trade and Economic Cooperation / 6-2 Reference Exchange Rate of Renminbi (Period Average).

25 2008 EIT Law, Art. 27. P. 4.

26 *Ibid.* Art. 28. P. 2.

27 2008 EIT Law, Arts 33—34.

28 2008 EIT Law, Art. 32.

29 2008 EIT Law, Art. 30. P. 1.

30 *Ibid.* Art. 30. P. 2.

31 2008 EIT Law, Arts 26-27.

Источники: Закон КНР «О налоге на прибыль предприятий» от 16.03.2007 [Электронный ресурс] // Законодательство Китая [Официальный сайт]. [http://chinalawinfo.ru/economic\\_tax\\_law](http://chinalawinfo.ru/economic_tax_law) (вступил в силу с 1.01.2008).

## 5. Китай

их большей хозяйственной и управленческой самостоятельности (см. табл. 5.1), реформирования банковской системы (п. 5.7) осуществлялся переход к ежегодному квотированию объемов банковского кредитования, установлению ориентиров процентных ставок (кредиты, депозиты), введению резервных требований к банкам (см. табл. 5.3).

Превалировали административные инструменты, не связанные с макроэкономическими индикаторами, из-за планового характера экономики, государственных цен, не чувствительных к изменению процентных ставок. Это ослабляло «вертикаль власти» Народного банка Китая (РВС) и его подразделений на местах, делало возможным вмешательство местных органов власти в проводимую ДКП (например, превышение кредитных квот).

*1984—1997 гг.* Переход к активной модели поведения Народного банка Китая. Основным инструментом ДКП — контроль рынка кредитов и облигационных займов посредством поддержания необходимого уровня ликвидности банков с государственным участием, которые, в свою очередь, предоставляли льготные кредиты SOE. В 1994 г. — создание банков развития (банки для реализации государственной политики со 100%-ным участием государства), принявших на себя функции по кредитованию таких банков. Народный банк Китая предоставлял кредиты для субсидирования сельских кредитных кооперативов и для спасения неплатежеспособных кредитных учреждений от банкротства<sup>1</sup>.

*1998—2014 гг.* Ориентир ДКП — рост денежной массы в обращении. Поворотный момент в ДКП, ее переход в модель «финансового развития», увеличение значимости косвенных инструментов регулирования (табл. 5.13).

С 1998 г. РВС ежегодно устанавливал целевые ориентиры: агрегаты М1, М2, ИПЦ с возможностью их корректировки в течение года (табл. 5.14).

---

<sup>1</sup> См.: Conway P., Herd R., Chaux T. Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives / OECD Working Papers. 2010/12. № 822. P. 6.

Таблица 5.13. **Денежно-кредитная политика по основным этапам экономического развития КНР**

Этап	Количественные показатели <sup>1</sup>	Инструменты, регулятор — Народный банк Китая (РБС)	Сопутствующие условия реализации
<b>1978—1986. Цель ДКП — распределение кредитных ресурсов в соответствии с заданным кредитным и кассовым планом<sup>2</sup></b>			
1978—1983 гг.	M1 — 15,9—29,3% к ВВП	Прямые Кредитный план — финансовая составляющая инвестиционного плана	1. SOE — низкая хозяйственная самостоятельность, не имеют наличных денег в обращении; работают в строгом соответствии с плановыми показателями по объемам производства и инвестициям. 2. Цены на большинство видов продукции устанавливаются государством. Избыточное предложение денег оказывает небольшое влияние на цены или торговый баланс. 3. Замена бюджетного финансирования SOE банковским кредитованием (см. табл. 5.1, этап 1978—1983 гг.)
	M2 — 24,4—45,5% к ВВП	Косвенные Кассовый план — дополнение кредитного плана, включал различные составляющие денежного обращения, прежде всего выплаты заработной платы и покупки сельскохозяйственной продукции Мониторинг денежных потоков и своевременное информирование об отклонениях от кассового плана (контроль инфляции) — пассивный инструмент <sup>3</sup> .	
1984—1987 гг.	M1 — 34—37,9% к ВВП M2 — 49,9—66% к ВВП ИПЦ (CPI) <sup>4</sup> 30,1—32,3	Прямые На базе кредитного плана — установление кредитных квот (credit ceilings) — ограничения по размерам выдаваемых банками кредитов	1. Рост хозяйственной и финансовой самостоятельности SOE, развитие системы кредитования 2. Дуализм объектов регулирования: — сохранение плановой экономики и параллельное существование новых предприятий, не входящих в систему государственного планирования (см. табл. 5.1, этап 1984—1987 гг.);

Этап	Количественные показатели <sup>1</sup>	Инструменты, регулятор — Народный банк Китая (РБС)	Сопутствующие условия реализации
		<p>Косвенные</p> <p>Кредитование банков РБС как кредитором последней инстанции (как правило, депозитной базы китайских банков не хватало для реализации целей (таргетированных показателей) кредитного плана и инвестиционной политики)</p> <p>Возможность превышения кредитных квот подразделениями РБС на местном уровне из-за сильного лоббирования своих интересов местными органами власти<sup>5</sup></p> <p>Установливаемые ориентиры процентных ставок (изменяются редко<sup>6</sup>, несмотря на значительные колебания уровня инфляции (Приложение 32) и жесткое следование указанным ориентирам (до 2004 г. не могли быть банками более чем на 10%<sup>7</sup>).</p> <p>Резервные требования к банкам</p>	<p>— зависимость рентабельности SOE от цен, контролируемых государством; чувствительность их финансового положения к изменению процентных ставок</p> <p>3. Курс на децентрализацию системы управления. Несогласованность действий головного офиса РБС и его подразделений на местах, подчиненных влиянию местных органов власти, заинтересованных в превышении кредитных квот</p> <p>4. Дальнейшая реформа банковской системы (табл. 5.1, этап 1984—1987 г., п. 5.7). Банки выступают преимущественно в роли перераспределителей финансовых ресурсов</p>
1987—1991 гг.	1987—2014 г. Цель ДКП — обеспечение достижения целевых (таргетированных) годовых темпы роста М1, М2, ИПЦ (CPI)	То же, что на предыдущем этапе. Дополнительно:	1987—1989 гг. — укрепление вертикали власти Народного банка Китая РБС <sup>9</sup> . Но РБС не имеет всех полномочий главного
1988—1991 гг.	М1 — 34,3—41,3% к ВВП	Прямые	

	<p>M2 — 63,8—85,4% к ВВП ИПЦ (CPI) — 38,3—48,4</p>		<p>— закрепление обязательности соблюдения установленных размеров кредитных квот (см. выше); — расширение кредитного плана за счет большей доли директивно разрешаемых кредитов и включения в кредитный план небанковских финансовых институтов<sup>8</sup>, а также прямого кредитования РВС промышленных предприятий</p>	<p>регулятора. Избыточное кредитование, концентрация большой доли просроченных кредитов на балансах банков, низкая управляемость денежной массы, цикличность денежного рынка. 1994 г. — новый этап реформирования банковской системы: — начало корпоратизации «Большой четверки» (см. табл. 5.1); — создание трех банков, реализующих государственные политики (долгосрочные инвестиции) (п. 5.7); — введение девяти пруденциальных нормативов для банковских и небанковских институтов</p>
<p>1992—1996 гг.</p>	<p>M1 — 38,7—43,8% к ВВП M2 — 90,4—106,9% к ВВП ИПЦ (CPI) — 51,5—92,80</p>	<p>Косвенные</p>	<p>РВС начинает оценивать соответствие заданных составляющих кредитного плана значениям основных макроэкономических показателей (инфляция, платежный баланс, экономический рост) при формировании кредитного плана на очередной период</p> <p>То же, что на предыдущем этапе. Дополнительно: Уменьшение значимости кредитного плана. Постепенный вывод банков из-под кредитных квот</p>	<p>В 1995 г. только «Большая четверка» и четыре универсальных банка попали под систему кредитного квотирования<sup>10</sup>. Банки — дистрибьюторы финансовых ресурсов, потеря прибыльности банковского сектора. С 1994—1997 гг. — резкий рост положительного значения чистого экспорта (см. табл. 5.1), давление на денежный рынок (эмиссия, связанная с абсорбцией валютной выручки, укрепляющее воздействие на курс юаня)</p>

Этап	Количественные показатели <sup>1</sup>	Инструменты, регулятор — Народный банк Китая (РБС)	Сопутствующие условия реализации
1997—2007 гг.	<p>1997—2002 M1 — 44—58,9% к ВВП M2 — 116,3—147,1% к ВВП ИПЦ (CPI) — 95,4—93,5 (дефляция) 2003—2007</p>	<p>Косвенные</p> <p>То же, что на предыдущем этапе. Дополнительно:</p> <p>Ускоренное внедрение косвенного регулирования.</p> <p>Для регулирования кредитной активности банков — коэффициент отношения кредитов к депозитам<sup>11</sup> — ограничивает объем выдаваемых кредитов определенным процентом от объема депозитов</p>	<p>1997 г. — быстрое развитие рынка облигаций (см. табл. 5.1). Последствия азиатского кризиса 1997—1998 гг., дефляционные риски. Рост государственных расходов. Мягкая ДКП для стимулирования внутреннего спроса.</p> <p>Введение налога на проценты по депозитам (п. 5.3), приведение в соответствие денежного предложения с использованием операций на открытом рынке.</p> <p>2003 г. — РБС создает новый инструмент ДКП — векселя ЦБ путем конвертации в них всех договоров репо. Проводит операции на открытом рынке</p>

	<p>M1 — 57,4—61,9% к ВВП</p> <p>M2 — 151,6—155,4% к ВВП</p> <p>ИПЦ (CPI) — 95,5—106,3</p>	<p>Косвенные</p> <p>Увеличение роли гибких инструментов, учитывающих рыночные индикаторы:</p> <p>1) Операции на открытом рынке (англ. Open Market Operations, OMO) и аукционы репо (на выпущенные РВС векселя);</p> <p>2) Резервные требования (Required Reserve Ratio, RRR);</p> <p>3) Коэффициент кредитов к депозитам — ограничивает объем выдаваемых кредитов определенным процентом от объема депозитов;</p> <p>2) Ставка рефинансирования, которая на практике имела индикативное значение (с 2001 г. кредиты по данной ставке банкам не предоставлялись);</p> <p>3) Ориентиры ставок по кредитам и депозитам (Benchmark Interest Rates);</p> <p>4) Процентная ставка по избыточным резервам;</p> <p>5) Установление спредов между ориентирами процентных ставок<sup>12</sup>.</p> <p>— между ставкой рефинансирования и процентной ставкой по избыточным резервам (стимулирование банков к кредитованию);</p> <p>— между ставками по кредитам и депозитам для банков (к 2000 г. спред — 350 б.п.) (восстановление прибыльности банковского сектора).</p>	<p>2004 г. — расширение диапазона срочности — выпуск векселей центрального банка (векселей ЦБ) сроком обращения 1 и 3 года. Техническое улучшение рынка репо векселей ЦБ — удлинение торговой сессии, увеличение частоты проведения операций на открытом рынке, интеграция в платежно-расчетную систему организованного рынка ценных бумаг. Характер аукционов смещается в сторону фиксированного объема и рыночно определяемой процентной ставки.</p> <p>2007 г. — РВС допускает совместное обращение корпоративных и государственных облигаций. До этого — абсолютный приоритет государственных облигаций, размещаемых РВС. Наличие рынка-конкурента банковским кредитам в последующий период будет снижать результативность инструментов ДКП, прежде всего установленные уровни процентных ставок по кредитам и депозитам.</p> <p>Для стерилизации избыточной ликвидности активно применяется покупка иностранной валюты.</p> <p>Гибкое применение инструментов в период низких (больше прямого рыночного регулирования) и в период высоких темпов роста (больше косвенного, рыночного регулирования)</p>
--	-------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Этап	Количественные показатели <sup>1</sup>	Инструменты, регулятор — Народный банк Китая (PBC)	Сопутствующие условия реализации
2008—2014 гг.	<p>M1 — 52,9—66,4% к ВВП</p> <p>M2 — 151,3—187,6% к ВВП</p> <p>ИПЦ (CPI) — 112,5—124,9</p>	<p>6) Доходность векселей ЦБ (комбинированное определение: часть выпусков — устанавливается PBC, часть — рынком, в ходе размещения). Векселя ЦБ — 3 мес., 1 год и 3 года;</p> <p>7) Учетная ставка по векселям ЦБ операциям переучета векселей.</p> <p>С 2002 г. — Привязка ориентира процентной ставки по кредитам к доходности операций репо с векселями ЦБ, кроме 2005—2009 гг. — периоды низкого роста<sup>13</sup></p>	
	Прямые	<p>Активное применение политики «руководящего окна» (табл. 5.15). Цель — контроль отраслевой структуры банковских кредитных портфелей и указания на направления его оптимизации в сторону приоритетных отраслей — АПК, сектор малых и средних предприятий (SME), реструктуризация региональной экономики, энергосбережение, защита окружающей среды, наукоемкие производства (то же в инвестиционной политике — см. п. 5.2, приоритетные отрасли)<sup>14</sup></p>	<p>1. 2007—2009 г. — объем облигаций, выпущенных негосударственным сектором и местными органами власти, утроился (2009 г. — 1.2% ВВП, 2010 — 2,6% ВВП)<sup>15</sup> (закладывается альтернатива кредитному рынку).</p> <p>2. Продолжение реформы процентных ставок (замена административных инструментов их установления на рыночные) интеграция денежного рынка с рынком ценных бумаг и валюты.</p> <p>3. Сверхконцентрация депозитных ресурсов: в 4 крупнейших банках — 70% депозитов.</p>



	Косвенные	<p>Те же, что на предыдущем этапе, с увеличением гибкости применяемых механизмов, частоты пересмотра индикаторов в соответствии с быстроменяющейся макроэкономической ситуацией.</p> <p>Дополнительно — развитие механизмов для установления рыночных процентных ставок — рассчитываются по сделкам, совершаемым на межбанковском рынке:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. SHIBOR — рассчитывается как средняя взвешенная по совершенным сделкам на рынке необеспеченных кредитов;</li> <li>2. SHIBOR — рассчитывается как средняя взвешенная по 16 банкам ежедневно — основа для заключения срочных контрактов (свопов на процентные ставки)<sup>17</sup></li> </ol>	<p>зитов, из них формируются кредитные ресурсы для других финансовых институтов. Сохраняются ограничения для иностранных банков, могут занимать на рынке не более 1,5 раза превышающую собственный капитал<sup>16</sup>.</p> <p>Это снижает результативность применения количественных инструментов ДКП, направленных на регулирование денежной массы в обращении через банковскую ликвидность.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>4. 2006 г. — снятие ограничений для иностранных банков на китайском рынке (вступление в ВТО).</li> <li>5. Мировой экономический кризис 2008—2009 гг., кризис еврозоны 2012 г. Требуется оперативное маневрирование имеющимся арсеналом инструментов ДКП</li> </ol>
--	-----------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<sup>1</sup> Приводится диапазон: минимальный — максимальный показатель за рассматриваемый период. Данные представлены в Приложении 32.

<sup>2</sup> *Mehran H., Quintyn M., Nordman T., Laurens B. Monetary and Exchange System Reform in China. An Experiment in Gradualism / IMF. Washington, DC, September 1996. P. 40.*

<sup>3</sup> *Ibid.*

<sup>4</sup> ИПЦ — индекс потребительских цен (Consumer price index, CPI). База — 2005 г. = 100.

<sup>5</sup> *Blejer M., Burton D., Dulaway S., Szary G. China: Economic Reform and Macroeconomic Management / IMF. Washington, DC, January 1991. P. 13.*

<sup>6</sup> Были установлены ставки по кредитам и депозитам для компаний в зависимости от срочности и типов финансовых институтов (см., например, исследования IMF. *Blejer M., Burton D., Dulaway S., Szary G. Op. cit. P. 13*, а также годовые отчеты РБС в части монетарной политики, например отчет за 2007 г. <http://www.pbc.gov.cn/english/chubanwu/nianbao/2007/en27.pdf>).

## 5. Китай

<sup>7</sup> Conway P., Herd R., Chalaux T. Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives / OECD Working Papers. 2010/12. No. 822. P. 15.

<sup>8</sup> Тем не менее существовало деление на узкий (основной) план и широкий план. Основной кредитный план касался только кредитования PBC специализированных и универсальных банков, обязательность его выполнения требовалась жесткими методами, только он утверждался на уровне Госсовета КНР. По факту на период 1988—1991 гг. около 80% всего кредитного рынка обеспечивали банки с государственным участием (п. 5.7). См.: Mehran H., Quintyn M., Nordman T., Laurens B. Op. cit. P. 41.

<sup>9</sup> Ограничения для отделений на местах превышать установленный потолок кредитования, назначение руководителей таких подразделений головным офисом, установление фиксированных сроков кредитования для запланированных (согласно кредитному плану) кредитов (отмечается в исследованиях IMF: Blejer M., Burton D., Dunaway S., Szapary G. Op. cit. P. 13).

<sup>10</sup> Mehran H., Quintyn M., Nordman T., Laurens B. Op. cit. P. 142.

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Conway P., Herd R., Chalaux T. Op. cit. P. 10, 14.

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> Annual report / PBC (People's Bank of China) за 2008—2012 гг.

<sup>15</sup> Conway P., Herd R., Chalaux T. Op. cit. P. 8.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid. P. 9.

Источник: World Bank Database (по состоянию на апрель 2014 г.).

#### 5.4. Денежно-кредитная политика

Таблица 5.14. **Целевые ориентиры ДКП (темпы прироста к предыдущему году), %**

Год	M1		M2		ИПЦ (CPI inflation)		ВВП в реальном выражении (Real GDP)	
	Цель	Факт	Цель	Факт	Цель	Факт	Цель	Факт
1998	17	12	16-18	15,8	5	-0,8	8	7,8
1999	14	14,5	14—15	16	2	-1,4	8	7,6
2000	15—17	19,7	14—15	16,1	1	0,4	8	8,4
2001	13—14	14	15—16	14,1	1—2	0,7	7	8,3
2002	13	16	13	15,1	1—2	-0,8	7	9,1
2003	16	19,1	16	20	1	1,2	7	10,0
2004	17	16,4	17	16,2	3	3,9	7	10,1
2005	15	11,7	15	14,8	4	1,8	8	11,3
2006	14	14,5	16	19,1	3	1,5	8	12,7
2007	—	21	16	17,5	3	4,8	8	14,2
2008	—	13,6	16	16,6	4,8	5,9	8	9,6
2009	—	33,23	17	26,5	3—4,8	-0,7	8	9,2
2010	—	20,40	17	18,95	3	3,31	8	10,4
2011	—	8,71	16	17,32	4	5,41	8	9,3
2012	—	6,49	14	14,39	2,9	2,65	8	7,7
2013	—	х	13	х	3,5	х	7,5	х
2014	—	х	13	х	3,5	х	7,5	х

Источник: По данным Народного банка Китая (РБС), факт — на основании базы данных IMF IFS за 1978—2012 гг.

К 2007 г. сложился следующий набор инструментов ДКП:

1. Политика так называемого *добровольного принуждения* через «руководящее окно» (Window Guidance Policy). Реализуется как диалог РБС с банками по результатам их кредитной деятельности в целях ее корректировки в приоритетном для государства направлении (табл. 5.15).

## 5. Китай

Таблица 5.15. Механизм «руководящего окна»

Элементы	Характеристика
Количественные параметры	PBC устанавливает ежегодные ориентиры роста объемов кредитования по финансовым институтам в начале каждого года
Диалог с банками	Ежемесячные встречи с руководителями банков, подготовка инструкций
Объекты регулирования	«Большая четверка» + Банк связи, три специализированных банка по реализации государственных политик, акционерные коммерческие банки, местные банки других форм собственности
Масштаб регулирования	Объемы, темпы роста и структура и банковских кредитных портфелей по отраслям, крупным заемщикам с последующими рекомендациями
Санкции за невыполнение рекомендаций	Практикуется применение специальных векселей ЦБ в ОМО для тех финансовых институтов, которые не учитывают рекомендаций PBC

Источник: Annual Report / PDC (Peoples Bank of China) за 2008—2012 гг.

2. *Резервные требования к финансовым институтам (Required Reserve Ratio, RRR) и операции на открытом рынке (Open Market Operations, ОМО)* — инструменты для стерилизации избыточной ликвидности (табл. 5.13). Применяются скоординированно. Вводятся инструменты репо для регулирования краткосрочной ликвидности. Инструмент стерилизации — векселя ЦБ сроком более трех лет. Повышается оперативность и частота изменения RRR, ее дифференциация по видам финансовых институтов, показателям достаточности собственного капитала, территориальному признаку (стимулирование регионов) (табл. 5.13).

3. *Коэффициент соотношения кредитов и депозитов* (в 2012 г. — выданные кредиты не могут превышать 75% банковских депозитов<sup>1</sup>).

4. Инструменты ДКП, основанные на *процентных ставках*:

4.1 Ориентиры ставок по кредитам и депозитам (Benchmark Interest Rates) — основные инструменты, направленные на борьбу с инфляцией. Устанавливаются отдельно по кредитам, отдельно по депозитам на один год, при необходимости пересматриваются по макроэкономическим условиям (табл. 5.16).

<sup>1</sup> См.: 2012 Annual Report. Monetary Policy /PBC (People's Bank of China). Beijing, 2012.

#### 5.4. Денежно-кредитная политика

Эволюция в сторону большей гибкости (частота изменений). Финансовые институты обязаны применять данную ставку при расчете процентов по кредитным и депозитам в рамках устанавливаемого коридора отклонений: «потолок» для ставки по кредитам и «пол» для ставки по депозитам.

4.2. Доходность векселей ЦБ. Устанавливается по части выпусков на рыночной основе, по части выпусков — административно в зависимости от макроэкономических условий (в период замедления экономического роста — доходность к размещению по большей части устанавливается административно).

4.3. Процентная ставка по избыточным резервам<sup>1</sup> меняется редко. Рассматривается как вспомогательный инструмент для стимулирования финансовых институтов к активным операциям в период экономического спада<sup>2</sup>.

4.4. Переучетная ставка — ставка по переучету векселей ЦБ — применяется для отраслей, требующих дополнительной поддержки — АПК, сектор СМЕ. Пересматривается реже одного раза в год<sup>3</sup>.

4.5. Ставка рефинансирования. Устанавливается дифференцированно для финансовых институтов и для отраслевых финансовых институтов, требующих поддержки (например, для сельских кредитных кооперативов). На практике пересматривается реже одного раза в год<sup>4</sup>.

5. Размещение бюджетных средств на счетах банков для повышения их ликвидности (периодически).

Текущий этап ДКП (с 2007—2008 гг. по 2014 г.) — обозначен переход от «системы финансирования экономики, основанной на банках» (Bank-Based System) к *смешанной модели*, включающей элементы «системы финансирования, основанной на рынке» (Market-Based System). Это трехкратный рост объемов рынка корпоративных облигаций (табл. 5.16, 2008—2014 гг.), массовое развитие небанковских финансовых институтов (п. 5.7). В результате эффективность традиционных инструментов ДКП, построенных на жестком регулирова-

---

<sup>1</sup> Избыточные резервы — превышение минимального уровня резервных запасов, которые банки в обязательном порядке должны держать в виде наличности или в виде вкладов в центральном банке страны.

<sup>2</sup> За 2008—2012 гг. этот инструмент не отмечался ни в одном из годовых отчетов РВС в рамках монетарной политики. См.: Annual Report / PDC (Peoples Bank of China) за 2008—2012 гг.

<sup>3</sup> За 2008—2012 гг. — только в 2010 г., соответственно с 1,80 до 2,25%. См.: Ibid.

<sup>4</sup> За 2008—2012 гг. — только в 2010 г., соответственно с 3,33 до 3,85% и с 2,88 до 3,35%. См.: Ibid.

## 5. Китай

нии деятельности банков, снижается. Главное направление развития современной ДКП — либерализация процентных ставок, переориентация на рыночные ориентиры их установления (совершенствование SHIBOR) (табл. 5.16, 2008—2014 гг.).

Таблица 5.16. **Применение основных инструментов ДКП в зависимости от макроэкономических условий**

Период	2008—2009	2010	2011	2012
	Мировой экономический кризис и его последствия		Профицит <sup>1</sup>	Замедление экономического роста
Резервные требования (RRR)	В 2008 г. — рост на 3 п.п., низкие RRR для финансовых институтов села, в районах землетрясения. Дифференциация RRR по финансовой устойчивости	Повышались 6 раз в целом на 3 п.п.	Повышались 6 раз, Дифференциация RRR по финансовым институтам	Снижались 2 раза на 0,5 и 0,5 п.п. соответственно
Операции на открытом рынке (ОМО)	Распределение выпусков векселей ЦБ по объемам и срокам обращения. Трехлетние векселя. Краткосрочные репо на срок до 3 мес.	Для векселей сроком до года доходность определялась рынком	ОМО — в основном продажа	ОМО — как покупка, так и продажа
Ориентиры ставок, % годовых	В 2008 г. — снижение: по депозитам — с 4,14% до 2,25%, по кредитам — с 7,47 до 5,31. В 2009 г. — не менялись	По депозитам — с 2,25% до 2,75%; по кредитам — с 5,31% до 5,51%	Рост по кредитам и депозитам на 0,75 п.п.	По депозитам — снижение на 0,5 п.п., по кредитам — на 0,56 п.п.

<sup>1</sup> Счет текущих операций и счет капитала.

Источники: Annual Report / PDC (Peoples Bank of China) за 2008—2012 гг.

## 5.5. Валютный курс, валютная политика

Валютная политика Китая была направлена на поддержание заниженного курса национальной валюты к доллару США для обеспечения конкурентных преимуществ на мировом рынке — дешевизна экспорта, приток валютной выручки. По мере развития валютной системы решались задачи увеличения доли национальной валюты в международных расчетах, дедолларизации экономики, обеспечения условий свободной конвертируемости юаня. Это не делает Китай исключением из перечня стран с ускоренной модернизацией экономики.

Еще с 1955 г. в Китае установлен фиксированный официальный курс юаня относительно доллара США<sup>1</sup>: 2,46 юаня за доллар. Эта система просуществовала до 1972 г., когда параллельно с «официальным курсом» был введен «эффективный курс» юаня к доллару США.

В декабре 1971 г. (из-за девальвации доллара США) был установлен новый «официальный» курс юаня — 2,27 юаня за доллар. Пересмотры «официального» курса по тем же причинам происходили еще 12 раз в 1973—1989 гг. На периодической основе с 1972 г. происходил пересмотр «эффективного курса»<sup>2</sup>.

С 1974 г. был введен новый порядок расчета «эффективного курса» к корзине из 15 валют стран — торговых партнеров, взвешенных по доле соответствующей страны во внешнеторговых операциях Китая (TWEER).

Однако до 1978 г. торговля валютой подчинялась государственному экспортному плану. ФТС обязывались передавать всю экспортную выручку государству и покупать у него валюту по «официальному курсу».

1979—1980 гг. Начало децентрализации валютной системы. Китайские ФТС получили право покупки иностранной валюты в пропорции, соответствующей размеру получаемой ими валютной выручки, по «официальному валютному курсу» (Retention Quotas). ФИЕ получили возможность сохранять часть валютной выручки на своем валютном счете<sup>3</sup>. До 1991 г. Retention Quotas значительно

---

<sup>1</sup> См.: Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries [Electronic resource] // International Economics [Official website]. [http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange\\_rate\\_regime/index.php?cid=8](http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8).

<sup>2</sup> См.: *ibid.*

<sup>3</sup> См.: Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility Developments and Issues / International Monetary Fund. Washington DC, 1999. P. 51—52.

## 5. Китай

дифференцировались по ФТС в зависимости от отраслевой принадлежности и месторасположения<sup>1</sup>.

В 1981—1985 гг. действовали несколько валютных курсов:

1. «Внутренний расчетный курс» (Internal Settlement Rate) — для покупки ФТС иностранной валюты в рамках Retention Quotas. Определялся по эффективному курсу с прибавлением «выравнивающей надбавки», приводящей в соответствие экспорт и импорт<sup>2</sup> (введен в 1981 г., зафиксирован на уровне 2,8 юаня за доллар);

2. «Эффективный курс» (TWEER) — для всех остальных операций (например, неторговые операции, получение и использование ПИИ) (с декабря 1980 г. установлен на уровне 1,53 юаня за доллар);

3. «Официальный курс» (Official Rate) — с января 1981 г. — фактически не действовал<sup>3</sup>. «Эффективный курс» публикуется как «официальный» (далее — «новый официальный курс»).

1981 г. Создание Банком Китая (ВОС) экспериментальной торговой системы в пяти городах<sup>4</sup> для заключения сделок купли-продажи свободной валютной выручки ФТС<sup>5</sup>, приобретенной ими в рамках Retention Quotas. Эта система предшествовала созданию сети специализированных обменных центров FEAC и являлась прообразом установления рыночного своп-курса. Народный банк Китая (РВС) выступал в качестве брокера и взимал брокерскую комиссию.

В 1985 г. был отменен «внутренний расчетный курс». Все сделки по покупке валюты в рамках Retention Quotas, а также для сопутствующих валютных операций в рамках (и за рамками) экспортного плана проводились по «новому официальному курсу». Росло количество экспериментальных FEAC.

В этом же году резидентам было разрешено держать и хранить на счетах в банках иностранную валюту<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: *Bell M. W., Khor H. E., Kochhar K.* China at the Threshold of a Market Economy / International Monetary Fund: Washington DC, 1993. P. 36.

<sup>2</sup> Был зафиксирован в дальнейшем на уровне 2,8 юаня за доллар.

<sup>3</sup> См.: The Effective Rate was applicable to all other transactions. (World Currency Yearbook 1984. P. 173); While the Official Rate was inoperative. (World Currency Yearbook 1984. P. 175).

<sup>4</sup> См.: *ibid.*

<sup>5</sup> ВОС — брокер, получает комиссию с торгового оборота. Котировки закреплены на уровне 2,803—2,808 юаней за доллар.

<sup>6</sup> Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries [Electronic resource] // International Economics [Official website]. [http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange\\_rate\\_regime/index.php?cid=8](http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8).



1986—1988 гг. Переход от фиксированной к плавающей базе «нового официального курса» для торговых операций. В 1986 г. отменен расчет «нового официального курса» на базе корзины из 15 валют стран — торговых партнеров (TWEER), применяется новая плавающая основа его расчета, корректируемая государством по показателям платежного баланса. Параллельно идет активная либерализация валютного рынка и допуск на него резидентов и нерезидентов. Вводится *валютный своп-курс* как средняя по результатам обменных операций в 100 FEAC<sup>1</sup> с постепенным допуском к ним всех китайских компаний, получающих выручку в иностранной валюте (число FEAC и объемы сделок последовательно растут)<sup>2</sup>. Таким образом, валютная система Китая в короткие сроки возвращается к системе *двойного валютного курса*.

Устанавливаемый административно (но с учетом рыночных показателей) «новый официальный курс» применялся для расчетов в области иностранной торговли и других внешних операций, предусмотренных экспортным планом. Более низкий плавающий своп-курс был доступен в FEAC для операций по покупке-продаже валюты, а также Retention Quotas (возможность покупки иностранной валюты по официальному курсу) для финансирования торговых операций, не включенных в экспортный план.

В дальнейшем либерализация валютной политики проходила по направлениям расширения допуска участников валютного рынка к FEAC, а также постепенного роста и унификации Retention Quotas.

1989—1992 гг. Существенное снижение «нового официального курса» к доллару США в 1989—1990 гг., совершенствование порядка его установления с учетом индикаторов международного валютного рынка, тенденций в производстве экспорта.

1991 г. Унификация Retention Quotas: вне зависимости от месторасположения предусматривалась 80%-ная Retention Quota на все товары, за исключением продукции машиностроения и элект-

---

<sup>1</sup> Рынок своп-соглашений не было до конца свободным рынком. Его работа починалась жестким административным правилам. Своп-центры (FEAC) представляли собой не связанные друг с другом центры локального уровня, которые подчинялись управлениям Народного банка Китая (PBC) на местном уровне. Существовала отдельная система подтверждения заключенных соглашений, получения разрешения на их исполнение на местном, а затем региональном уровне.

<sup>2</sup> Хотя к 2014 г. вся торговля валютой осуществляется через коммерческие банки, FEAC по-прежнему являются участниками межбанковской торговой системы.

## 5. Китай

троники (для последних — 100%, так же, как и для FIE в СЭЗ). Эта квота распределялась между собственно FTC (60%), компаниями-потребителями (10%) и местными органами власти (10%). Кроме этого, центральное правительство закрепляло право приобретения 10% квоты у компаний-потребителей и 20% квоты у FTC по своп-курсу<sup>1</sup>.

В валютной политике применялись административные методы стимулирования приоритетного импорта (машины, оборудование для сельского хозяйства и легкой промышленности, передовые технологии и др.) за счет ограничения свободы операций по покупке иностранной валюты в FEAC — только на цели приоритетного импорта. Одновременно вводились ограничения по продаже иностранной валюты для FIE — только при условии, что продажа подтверждается необходимостью покупки в рамках государственного плана импорта, а также товаров, дополнительных к нему, и (или) продажа совершается на территории СЭЗ<sup>2</sup>.

Продолжалась либерализация валютного рынка — допуск других банков (включая иностранные) к валютным операциям, разрешение физическим лицам совершать обменные операции с иностранной валютой по своп-курсу, установленному в FEAC.

Народный банк Китая (PBC) начал продажу иностранный валюты китайским компаниям для импортных операций. Государственное подразделение по валютному контролю (SAEC) получило права на управление частью валютных резервов.

1993—1999 гг. Первый шаг к конвертируемости юаня, переход «нового официального курса» на «регулируемую» рыночную основу. Валютный своп-курс стал «единым официальным курсом», «новый официальный курс» был упразднен (1994 г.). Устанавливались границы коридора «единого официального курса» юаня по отношению американскому доллару, гонконгскому доллару и японской иене. Создавалась централизованная территориально распределенная система по торговле валютой (China Foreign Exchange Trade System, CEFTS), которая постепенно заменяла традиционные FEAC. Развивалась торговля форвардными валютными контрактами.

---

<sup>1</sup> См.: *Bell M. W., Khor H. E., Kochhar K.* China at the Threshold of a Market Economy. P. 36.

<sup>2</sup> Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries [Electronic resource] // International Economics [Official website]. [http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange\\_rate\\_regime/index.php?cid=8](http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8).

1994—1996 гг. Внедрение Системы по передаче и покупке иностранной валюты компаниями (Foreign Exchange Surrender and Purchase System, FESP) через сеть уполномоченных банков<sup>1</sup>.

С 1997 г. (азиатский кризис) начало мониторинга потоков по счету капитала, отслеживание «горячих» трансграничных потоков в целях проверки их законности и обоснованности (см. п. 5.6), ужесточение ответственности за мошенничество.

2000—2004 гг. Вступление в ВТО, установление узких границ колебаний «единого валютного курса»<sup>2</sup>. Начало последовательной либерализации валютного рынка для китайских компаний (повышены квоты на владение иностранной валютой, в том числе Retention Quotas, ряду компаний из одобренного списка разрешено самостоятельно осуществлять валютные операции). Для физических лиц — резидентов разрешено иметь валютные счета и покупать за иностранную валюту акции типа «В» (ранее только для иностранцев), вырос разрешенный объем иностранной валюты для вывоза за рубеж с целью туризма и получения образования.

2005—2007 гг. Начиная с 21 июля 2005 г. Китай официально перешел на установление плавающего контролируемого курса юаня (заданы границы колебаний курса на мировом рынке (по состоянию на апрель 2014 г. — в пределах 1%<sup>3</sup>). В качестве цели на перспективу заявлено превращение юаня в мировую резервную валюту. Стимулирование зарубежных инвестиций для балансирования счета капитала, борьба с нелегальным притоком валютной выручки (рост положительного сальдо счета капитала, рост золотовалютных резервов, противодействие укреплению курса юаня).

2008—2014 гг. Второй шаг к конвертируемости юаня. Курс на сокращение использования доллара США в торговле и в инвестиционных проектах (льготные условия для получения кредитов в юанях, упрощение процедур взаиморасчетов в юанях во внешне-торговых операциях).

---

<sup>1</sup> См.: China: the Evolution of Foreign Exchange Controls and the Consequences of Capital Flows / BIS Papers № 44. 143. [Electronic resource] // The Bank for International Settlements [Official website]. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44h.pdf>.

<sup>2</sup> См.: Calomiris C. W. Chinese Financial Tradition at a Crossroad. New York : Columbia University Press, 2007. P. 314.

<sup>3</sup> По мнению китайских экспертов, привязка к корзине валют сделала курс юаня более чутким к мировой экономической конъюнктуре, не создавая при этом угрозы устойчивости финансовой системы страны. За первые три года существования такого «плавающего» курса курс юаня вырос на 21,6% и с июня 2008 г. остается весьма стабильным на уровне 6,82—6,84 юаня за доллар. См.: <http://ru.gbtimes.com/biznes/kitay-perspektivy-i-problemy-finansovogo-regulirovaniya>.

## 5. Китай

2008 г. Создание системы сбалансированного управления *трансграничными потоками*. 1. Регулирование валютной системы КНР дополнено усилением администрирования экспортных торговых операций и притока иностранного капитала; 2. Внедрение системы онлайн проверки этих операций; 3. Квотирование краткосрочных займов финансовых институтов в иностранной валюте; 4. Внедрение информационной системы и системы статистического учета по приходящим потокам в иностранной валюте; 5. Борьба с незаконными внешне-торговыми операциями и «теневым» банковским сектором (Shadow Banking); 6. Совершенствование системы раннего оповещения для операций по текущему счету (Balance of payment, BOP)<sup>1</sup>.

2009 г. Начало реализации программы по расширению использования юаня во внешне-торговом финансовом обороте: 1. Заключение своп-соглашений с центральными банками других стран на обменные операции с юанем по фиксированному курсу (в 2009 г. — Корея, Гонконг, Малайзия, Индонезия, Беларусь, Аргентина)<sup>2</sup>; 2. Стимулирование заключения международных соглашений на региональном уровне (Chiang Mai Initiative, СМИМ); 3. Участие в программах Международной финансовой корпорации (IFC) в области международной торговли, прямые продажи юаня за валюту других стран на межбанковском валютном рынке<sup>3</sup>.

2010—2014 гг. Дальнейшее развитие системы мониторинга и либерализация; снижение годовой квоты на краткосрочные обязательства в иностранной валюте; расширение диапазона плавающего курса юаня на наличном межбанковском рынке (с 0,5 до 1%); прямые продажи юаня на межбанковском валютном рынке<sup>4</sup>.

### 5.6. Счет капитала и его либерализация

Либерализация счета капитала Китая прошла шесть основных этапов, обобщающих характеристику этапов и идей политики модернизации (п. 5.1—5.5, 5.7).

1980—1985 гг. Жесткий контроль государства за потоками капитала во избежание долгового кризиса, дестабилизирующего

<sup>1</sup> См.: 2008 Annual Report / PBC (People's Bank of China).

<sup>2</sup> Результатом соглашений является возможность оплачивать взаимные поставки товаров в национальных валютах.

<sup>3</sup> См.: 2009 Annual Report / PBC (People's Bank of China).

<sup>4</sup> См.: 2010—2012 Annual Report / PBC (People's Bank of China).

влияния «горячих денег» в условиях неготовности экономической системы к вызовам мирового рынка:

1. Длительная процедура (один год и более) получения разрешения на реализацию инвестиционных проектов с участием ПИИ (для резидентов — предварительное одобрение Народного банка Китая и SAFE).

2. До 1985 г. — концентрация валютных операций и системы валютных счетов FIE в Банке Китая (BOC). Ограничения проведения валютных операций для физических лиц — резидентов (не могли покупать валюту) и для нерезидентов (запрещены расчеты в юанях).

3. Ограничения по организационно-правовым формам FIE (до 1986 г. — только совместные предприятия EJV, SJV, ограничивающие права иностранцев на участие в управлении). Иностранные банки могли создавать только представительства в определенных городах, указанных Госсоветом КНР, без права проводить банковские операции (работа с информацией, контакты)<sup>1</sup>.

4. Закрепление двойного курса юаня, подчинение валютно-обменных операций экспортному плану FTC и Retention Quotes (см. п. 5.5).

*1985—1991 гг.* Ослабление ограничений в целях стимулирования ПИИ. С 1985 г. резидентам разрешено приобретать иностранную валюту, отдельным филиалам и представительствам банков (не только BOC) разрешено проводить валютно-обменные операции. Но валютно-обменные операции ограничиваются: для физических лиц — «потолок» суммы в иностранной валюте, разрешенной для вывоза за рубеж на цели туризма и получения образования, для FTC — Retention Quotes и экспортный план. В 1981 г. иностранным банкам разрешено открывать филиалы, дочерние общества, совместные банки на территории СЭЗ<sup>2</sup>.

В механизмы установления валютного курса включены рыночные элементы: система двойного курса, действовавшая до 1985 г. (привязка к курсу доллара и корзине валют 15 стран с периодическим пересмотром) меняется на систему контролируемого плавающего двойного курса («новый официальный курс», администра-

---

<sup>1</sup> См.: Чебаченко Е. Н. Эволюция привлечения иностранного капитала в банковскую систему Китая // Евразийский международный научно-аналитический журнал. 2012. № 1. С. 332.

<sup>2</sup> См.: там же. С. 333.

## 5. Китай

тивно устанавливается и корректируется с учетом показателей платежного баланса, и плавающий своп-курс, доступный в FEAC; см. п. 5.5).

С 1986 г. введен облегченный вариант получения разрешения на реализацию инвестиционных проектов с участием ПИИ для компаний СЭЗ по приоритетным отраслям. Появляется параллельный рынок для обмена иностранной валютой и Retention Quotes (FEAC) с валютным своп-курсом.

С 1986 г. своп-курс доступен для расчетов между компаниями СПЭЗ, с 1988 г. — для всех компаний, имеющих валютную выручку (но в части операций за рамками экспортного плана). С 1991 г. физическим лицам также разрешалось проводить валютные операции по своп-курсу.

С 1989 г. ограничивается свобода операций по покупке иностранной валюты в FEAC — только на цели приоритетного импорта (см. п. 5.5).

В целом на этапах 1978—1991 гг. строгий контроль за счетом капитала давал Китаю возможность оказывать влияние как на направления инвестирования, так и на объем ПИИ, получая выгоды от притока иностранного капитала и минимизируя возможное негативное влияние на платежный баланс.

*1992—1997 гг.* Ускорение подготовки к либерализации счета капитала, выравнивание условий для FIE, FТС, иных участников внешнеэкономической деятельности.

В 1992 г. введены акции китайских компаний типа «В», разрешенные для купли-продажи только иностранным инвесторам (на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах), доступ к более ликвидному и диверсифицированному рынку акций типа «А» закрыт.

В 1993 г. первое размещение акций типа «Н» (акции китайских компаний, торгуемые только на Гонконгской фондовой бирже) Однако одновременное размещение акций типа «В» и «Н» для китайских компаний запрещено<sup>1</sup>.

Небанковские финансовые институты получили возможность вести операции в иностранной валюте.

В ноябре 1993 г. ЦК КПК принял «Решение по некоторым вопросам создания системы социалистической рыночной экономи-

---

<sup>1</sup> *Макеев Ю.* Фондовый рынок Китая // Рынок ценных бумаг. 2003. № 5. С. 52.

ки», в котором сформулировал и одобрил комплексную стратегию преобразований с целью последующего (с 1996 г.) установления единого рыночного валютного курса юаня и его конвертируемости по текущему счету<sup>1</sup>.

С 1994 г. разрешено открывать иностранные банки на всей территории Китая<sup>2</sup>. Активно формировался единый валютный рынок — объединение «нового официального» и своп-курса, создание централизованной территориально распределенной системы по торговле валютой (CFETS) (раздел 5.6), внедрение Системы по передаче и покупке иностранной валюты компаниями (Foreign Exchange Surrender and Purchase System, FESP) через сеть уполномоченных банков (см. табл. 5.1). FTC не разрешалось оставлять валюту для операций по текущему счету. Валютная выручка могла конвертироваться в юани только при получении разрешения SAFE.

В 1995 г. были снижены требования при репатриации доходов во внешние инвестиции. Китайским резидентам разрешено открывать депозитные счета в иностранной валюте.

С 1 декабря 1996 г. Китай принял обязательства Устава МВФ ст. 8, разд. 2, 3, 4 и поставил цель достижения условий конвертируемости юаня по счету текущих операций к 2000 г. В 1996 г. держатели валютных счетов приобрели право конвертировать прибыль в юанях в иностранную валюту и переводить ее за рубеж. Были сняты оставшиеся ограничения по текущим операциям<sup>3</sup>.

Однако счет капитала оставался закрытым. Это означало, что покупка иностранной валюты FTC по-прежнему требовала получения разрешения SAFE и допускалась только в уполномоченных банках. FTC должны были продавать в уполномоченных банках всю валютную выручку и (или) сохранять ее часть на валютных счетах в банках (после получения разрешения на открытие счета). Валютную выручку нельзя было размещать за пределами Китая. Запрещалась организация торговли валютой в частном порядке, минуя систему уполномоченных институтов. Иностранные инве-

---

<sup>1</sup> См.: Социалистическая рыночная экономика Китая [Электронный ресурс] // Экономическое развитие Китая [Офф. сайт]. <http://экономическое-развитие-китай.рф/>.

<sup>2</sup> См.: Положение «Об управлении деятельностью финансовых институтов с иностранными инвестициями» — старая редакция [Электронный ресурс] // UGL Corporation [Офф. сайт]. <http://law.uglc.ru/money.htm/6>.

<sup>3</sup> См.: Бундер А., Кононов А. Валютная политика КНР: исторический аспект // Мировая экономика и международные отношения. 2014. № 2. С. 27.

## 5. Китай

сторы могли переводить полученные на территории Китая доходы только через свои валютные счета в уполномоченных банках или конвертировать доходы в юанях в иностранную валюту на счетах в этих банках.

Открытие текущего счета при закрытом счете капитала оказало позитивное влияние на финансовую систему Китая в условиях кризиса. Отсутствие ожиданий возможного обесценения юаня ограничивало спекулятивную активность как китайских, так и иностранных инвесторов<sup>1</sup>.

*1997—2000 гг.* Под влиянием азиатского экономического кризиса 1997 г., с одной стороны, был усилен контроль за счетом капитала для максимального ограничения оттока капитала, с другой стороны, начались упорядочивание и консолидация финансовой системы. Начало усиленного мониторинга операций по счету движения капитала, отслеживание «горячих» трансграничных потоков капитала в целях проверки их законности с применением санкций за мошенничество. В 1999 г. начала действовать «интернет-система верификации экспортно-импортных операций, объединившая базы данных Таможенного управления, уполномоченных банков» и SAFE<sup>2</sup>.

*2001—2009 гг.* Присоединение к ВТО. В 2001 г. китайским инвесторам (включая физических лиц) разрешено инвестировать свои сбережения в иностранной валюте в акции типа «В».

В 2002 г. открыт доступ для нерезидентов (квалифицированных инвесторов) к рынку акций типа «А», регулируется специальными правилами для иностранных квалифицированных инвесторов «Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) rules». Ограничения по счету капитала для портфельных инвесторов через институт QFII (см. п. 5.7).

С 2003 г. быстрыми темпами рос профицит торгового баланса, что оказывало сильное давление на юань в сторону его укрепления. Для сдерживания этого процесса стимулировались зарубежные инвестиции китайских компаний и одновременно косвенными методами ограничивался приток ПИИ (инвестиции только в приоритетные направления).

Реализовывалась «Go Global Strategy», внедрялся комплекс поощрительных мер для стимулирования зарубежных инвестиций китай-

---

<sup>1</sup> См.: *Lardy N. R.* China's Unfinished Economic Revolution. Washington DC : Brookings Institution Press, 1998. P. 197.

<sup>2</sup> См.: *Бундер А., Кононов А.* Валютная политика КНР: исторический аспект. С. 27.



## 5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

скими компаниями: политическая поддержка в сделках слияний и поглощений; упрощение административных процедур получения разрешений; усиление макроэкономического надзора вместо контроля масштабов и направлений инвестирования; применение субсидий и развитие специальных институтов (Приложения 28, 29). При этом:

— китайские предприятия и банки получили возможность хранить большую часть средств в иностранной валюте, полученной по текущим операциям;

— процедура проверки для получения разрешения на использование иностранной валюты в торговых операциях была максимально упрощена;

— контрольные функции сосредоточились на краткосрочных потоках капитала. Например, контроль за иностранными инвестициями в акции типа «А» преследовал цель устранить дестабилизирующее воздействие спекулятивного капитала на динамику рынка акций (не контроль собственности).

С 2004 г. ослаблены ограничения для китайских компаний по переводу активов за рубеж, сняты ограничения по расчетным счетам.

В 2006 г. сняты ограничения на допуск иностранных банков: им разрешены те же операции, что и китайским банкам, но регулирование более жесткое (см. п. 5.7).

*2010—2014 гг.* Курс на обеспечение конвертируемости юаня на мировом рынке и на полную либерализацию счета капитала. «Центробанк Китая намерен прекратить валютные интервенции, нацеленные на поддержку стабильного курса юаня, и полностью снять ограничения на капитальные потоки в страну и за рубеж»<sup>1</sup>.

## 5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

### Банки, участие в них государства

Формирование банковской системы Китая проходило последовательно в направлении децентрализации ее функций по финансовым институтам (рис. 5.1).

*1979—1984 гг.* Переход от монобанковской к двухуровневой модели, выделено четыре крупных банка, принявших на себя функции коммерческих банков по соответствующим секторам эконо-

<sup>1</sup> Коммерсант. 2013. 22 нояб. Комментарии главы РВС Чжоу Сяочуаня к пакету реформ, принятых на Третьем пленуме ЦК КПК 18-го созыва (выдержки).

## 5. Китай



Рис. 5.1. Структура банковского сектора КНР на конец 2012 г.

Источники: 2012 Annual report / CBRC (China Banking Regulatory Commission). Beijing, 2012.

мики: Индустриальный и коммерческий банк Китая (Industrial & Commercial Bank of China, ICBC); Банк Китая (Bank of China, BOC); Китайский строительный банк (China Construction Bank, CCB); Сельскохозяйственный банк Китая (Agricultural Bank of China, ABC) (далее «Большая четверка»)<sup>1</sup>.

1985—1991 гг. Началась диверсификация банковской системы — создание новых банков, которые переподчинялись банкам «Большой четверки»<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> В 1986 г. к этой группе примкнул пятый банк — Банк связи (Bank of Communications).

<sup>2</sup> Например, Agricultural Bank of China, ABC в 1980—1997 гг. осуществлял административное управление сетью сельскохозяйственных кооперативов, определял приоритетные направления их кредитования (Rural Banking in China / Asia Focus report. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2010.).

В 1986 г. создан Банк связи (Bank of Communications), в 1987 г. — Промышленный банк (Industrial Bank)<sup>1</sup> — 100%-ное дочернее общество китайской инвестиционной доверительной корпорации CITIC. CITIC — China International Trust and Investment Corporation, инвестиционная компания с государственной собственностью, была создана в 1979 г. для привлечения и освоения иностранных инвестиций и технологий. Постепенно превратилась в крупный финансовый холдинг с 44 дочерними и зависимыми обществами.

Параллельно с замедлением реформ в секторе SOE в период так называемого упорядочивания экономики 1988—1991 гг. (см. табл. 5.1) реформа банковского сектора была приостановлена до 1992 г.

В 1985 г. принято Положение «Об иностранных банках и совместных китайско-иностраннных банках в СЭЗ», определяющее их организационно-правовые формы (филиал, дочерний банк, совместный банк)<sup>2</sup>. Иностранные банки получали право работать только в СЭЗ, вводились требования к размеру собственного капитала, ограничения на объем совершаемых операций в проценте от размеров их собственных средств, суммы резервирования средств в головных компаниях под каждый филиал при его открытии (см. табл. 5.1).

1992—1994 гг. Ускорение банковской реформы. Учреждено около девяти акционерных коммерческих банков с частной собственностью<sup>3</sup> (в 2014 г. функционировало 12 таких банков, табл. 5.18).

В 1994 г. основаны три банка, которые приняли на себя функции по реализации государственных политик (см. рис. 5.1).

В 1990-х гг. начато создание городскими органами власти городских коммерческих банков на базе более чем 5000 городских кредитных кооперативов для финансирования сектора SME (70% всех выданных кредитов). В среднем по данной группе коммерческих банков около 75% акций находилось в собственности городских органов власти<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Рубцов Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 673.

<sup>2</sup> Основные подходы данного положения вошли в состав его обновленной версии «Положения КНР «О руководстве деятельностью иностранных финансовых организаций». <http://law.uglc.ru/money.htm/6>.

<sup>3</sup> См.: Okazaki K. Banking System Reform in China. P. 9.

<sup>4</sup> См.: Martin M. F. China's Banking System: Issues for Congress. February 20, 2012. P. 13.

## 5. Китай

В 1990-х гг. было разрешено создание кредитных гарантийных агентств (Credit Guarantee Agencies), содействующих доступу компаний SME к кредитным ресурсам путем предоставления гарантий, помогающих FIE выйти на китайский рынок. Количество таких агентств росло быстрыми темпами (около 5000 к 2010 г.).

Впоследствии данные агентства вместе с инвестиционными брокерами, управляющими компаниями создали основу так называемого теневого банковского сектора (Shadow Banking). Используя собственный свободный капитал, а также условия высокого уровня регулирования банковской системы (ограничение процентных ставок, контроль за доходами чиновников, труднодоступность кредитов для SME) данные компании совершали кредитно-депозитные операции по более высоким ставкам по сравнению с официально действующими на рынке. Данные операции выпадали из системы государственного регулирования.

Развитие «теневого» банковского сектора составляет на сегодняшний день одну из главных диспропорций финансового рынка Китая. Для примера — после финансового кризиса в одной из провинций Китая, обнаружилось, что 60% организаций и почти 100% домашних хозяйств провинции получали кредиты от «теневого» банковского сектора<sup>1</sup>.

*1995—2002 гг.* Упорядочивание системы регулирования. В 1995 г. приняты основополагающие законы банковской системы — Закон о Центральном банке и Закон о коммерческих банках. Последним запрещалось заниматься посредническими операциями с ценными бумагами, за исключением государственных облигаций (андеррайтинг, брокерско-дилерские операции с корпоративными ценными бумагами), вкладывать средства в акции и в недвижимость, не предназначенную для собственных нужд<sup>2</sup>. Такой запрет стимулировал развитие небанковских финансовых институтов и впоследствии стал дополнительным фактором, ограничивающим доходность банковского бизнеса (например, неучастие в быстрорастущем сегменте корпоративных облигаций).

---

<sup>1</sup> См.: Bing Z., Fei Z., and Jingting Z. Cash Crash for Wnezhou's Private Loan Network, November 10, 2011 [Electronic resource] // Caixin [Official website]. <http://english.caixin.com/2011-10-11/100312830.html>.

<sup>2</sup> См.: Закон Китая (КНР) «О коммерческих банках» [Электронный ресурс] // UGL Corporation [Офф. сайт]. <http://law.uglc.ru/capital.htm>.

С 1996 г. проводилось повышение капитализации банковской системы из-за массового списания проблемных долгов SOE. В 1998 г. правительство выпустило 30-летние государственные облигации на 33 млрд долл. (270 млрд юаней)<sup>1</sup> для рекапитализации «Большой четверки». Повторная рекапитализация была проведена перед процедурами листинга этих банков (начало 2000-х гг., вступление в WTO).

В 1997 г. из-за накопления просроченных долгов в многочисленных сельских кооперативах функции их администрирования были переданы Народному банку Китая (PBC), который допускал использование части ресурсов этих институтов на финансирование доходных проектов с низким уровнем риска, в том числе не связанных с развитием сельских территорий.

К 1999 г. функции по управлению просроченными кредитами переданы от «Большой четверки» четырем созданным компаниям (Asset Management Companies, AMCс)<sup>2</sup>.

2003—2010 гг. Новый этап реформирования, связанный с укреплением конкурентоспособности китайских банков при выполнении условий вступления в WTO (в 2006 г. — снятие ограничений на допуск иностранных банков: разрешены те же операции, что и китайским банкам, но регулирование более жесткое).

С 2003 г. — корпоратизация, переход в акционерную форму и получение листинга «Большой четверкой». Вхождение Central Huijin Investment Ltd<sup>3</sup> в акционерные капиталы четырех крупнейших банков (табл. 5.17).

В 2003 г. началась реструктуризация сельских кредитных кооперативов, направленная на упорядочивание структуры собственности и передачу функций по их управлению на местный уровень. При этом через Народный банк Китая (PBC) обеспечивались *существенные финансовые вливания* (в форме векселей Центрального банка и предоставления долгосрочных займов) в капиталы этих ин-

---

<sup>1</sup> См.: Рубцов Б. Современные фондовые рынки. С. 676. Пересчитано в доллары США по среднегодовому официальному курсу 8,279 юаней за доллар (1998 г.): China Statistical Yearbook 2013 / Foreign Trade and Economic Cooperation / 6-2 Reference Exchange Rate of Renminbi (Period Average).

<sup>2</sup> См.: People's Republic of China: Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 11/321, 2013. P. 38; Рубцов Б. Современные фондовые рынки. С. 676.

<sup>3</sup> Дочернее общество Инвестиционной корпорации Китая (China Investment Corporation). Является собственностью Правительства Китая. Права государства как акционера реализуются Госсоветом КНР.

## 5. Китай

ституты, параллельно со списанием просроченной задолженности по кредитам.

Впоследствии при участии региональных органов власти самые крупные из кредитных кооперативов были преобразованы в сельские коммерческие банки с акционерной формой собственности и в сельские кооперативные банки со смешанной формой собственности (так называемые сельскохозяйственные финансовые институты нового типа). Реформа по реструктуризации сельских кооперативов продолжалась и в 2014 г.

В 2003 г. для выполнения функций по регулированию и надзору за банковской системой создается отдельный орган — Комиссия по регулированию банковской системы (CBRC) (подчиняется Госсовету КНР)<sup>1</sup>.

С 2004 г. — при поддержке регуляторов и Правительства Китая обеспечено вхождение иностранных инвесторов в капиталы четырех крупнейших банков (партнерство с HKSCC Nominees Limited (номинальный держатель акций, приобретенных на Гонконгской фондовой бирже), Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (HSBC)) (табл. 5.17). Аналогичная политика проводилась по отношению к крупным акционерным коммерческим банкам и городским коммерческим банкам.

Таблица 5.17. Концентрация государства в активах банков в 2013 г.

Банки	Крупнейшие акционеры	Доля в активах, %
<i>«Большая четверка» + Банк связи</i>		
ICBC, акционирован и прошел процедуру листинга в 2005 г.	Central Huijin Investment Ltd (State) — 35,33% Ministry of Finance (State) — 35,09%	14,2
BOC, акционирован в 2004 г., листинг — в 2006 г.	Central Huijin Investment Ltd (State) — 67,72% HKSCC Nominees Limited (Foreign Legal Person) — 29,21%	9,2
CCB, листинг — в 2005 г.	Central Huijin Investment Ltd (State) — 57,26%\$ HKSCC Nominees Limited (Foreign Legal Person) — 29,04%	9,2

<sup>1</sup> См.: The Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision, Adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on December 27, 2003 [Electronic resource]. Boston University [Official website] <http://www.bu.edu/bucflp/files/2012/07/>.

5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

Окончание табл. 5.17

Банки	Крупнейшие акционеры	Доля в активах, %
Банк связи, листинг в 2005 г.	Ministry of Finance (State) — 26,53%; HKSCC Nominees Limited (Foreign Legal Person) — 20,07% The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (Foreign Legal Person) — 18,7%	3,9
ABC, акционирован в 2009 г., листинг — 2010 г.	Central Huijin Investment Ltd (State) — 40,28% Ministry of Finance (State) — 39,21%; HKSCC Nominees Limited (Foreign Legal Person) — 9,04%	10,9
<i>Банки, реализующие государственные политики</i>		
Китайский банк развития (CDB). Основан в 1994 г., акционирован в 1998 г.	Ministry of Finance (State) — 50,18% Central Huijin Investment Ltd (State) — 47,63% National Council for SCF <sup>1</sup> (State)— 2,19%	7,52
Банк экспортно-импортных операций Китая (CEIB)	100% — государство, структура не раскрывается в публичной отчетности	1,56
Банк развития сельского хозяйства Китая (ADCB)	100% — государство, структура не раскрывается в публичной отчетности	2,29
Итого		58,77

<sup>1</sup> Social Security Fund (SCF) — Стратегический резервный фонд для обеспечения выполнения государством принятых на себя обязательств. Основан в 2000 г.

Источники: Рассчитано по данным консолидированной отчетности крупных акционерных коммерческих банков за 2013 г., банков, реализующих государственные политики, — за 2012 г. Данные по общим активам банковской системы — на основе Financial Stability Report (Financial Stability Analysis Group of the People's Republic of China). China Financial Publishing House, 2013. P. 225.

С 2006 г. — приход иностранных коммерческих банков. В ноябре 2006 г. Госсовет КНР издает Декрет № 478 по регулированию иностранных коммерческих банков<sup>1</sup>, в котором устанавливаются два типа регулирования для двух типов банков — банки с иностран-

<sup>1</sup> Decree of the State Council of the People's Republic of China «Regulations of the People's Republic of China on Administration of Foreign-funded Banks», adopted at the 155th Executive Meeting of the State Council on November 8, 2006 [Electronic resource] // China Banking Regulatory Commission [Official website] <http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=2871>.

## 5. Китай

ным капиталом (Foreign-Funded Banks) и совместные иностранные банки (China Foreign Joint Venture Banks). Несмотря на общие с китайскими банками разрешенные операции для иностранных банков устанавливались более жесткие требования к размеру собственного капитала<sup>1</sup> (подробнее об истории либерализации деятельности иностранных банков на территории Китая см. п. 5.6).

По данным CBRC доля иностранных банков в общем объеме банковских активов росла до 2007 г. (2,38%), затем последовательно сокращалась (в 2012 г — 1,82%) — закрывались в основном филиалы иностранных банков<sup>2</sup> (табл. 5.18). Причины — высокая зарегулированность рынка, отсутствие доступа к быстрорастущему рынку корпоративных облигаций, ограничения по размеру собственного капитала и показателям ликвидности, регулирование процентных ставок, рост конкуренции со стороны китайских банков<sup>3</sup>.

К 2011 г. сформировалась дифференцированная банковская система, в которой существуют пять типов коммерческих банков (крупные, с государственным участием («Большая четверка» и Банк связи); частные, городские, сельские и иностранные); особая сеть кредитных институтов для сельских территорий (кооперативные банки, кредитные кооперативы, сельские финансовые институты нового типа и Почтовый сберегательный банк), специализированные банки, реализующие государственные политики (см. рис. 5.1).

*2011—2014 гг.* Продолжение банковской реформы в направлении повышения конкурентоспособности, операционной эффективности и качества оказываемых услуг, внедрение систем корпоративного управления, внутреннего контроля, риск-менеджмента, оптимизация бизнес-модели, расширение линейки продуктов, ориентация на ключевые группы потребителей услуг (подробнее по видам банков табл. 5.18 и Приложение 32).

Параллельно с ростом монетизации экономики росли активы банковской системы. В 2012 г. на их долю (без учета активов Центрального банка) приходилось 94% активов финансового рынка.

Основу финансовой системы Китая составляют банки с преобладающим или 100%-ным участием государства. В 2012—2013 гг. на

---

<sup>1</sup> См.: *Martin M. F. China Banking System*. P. 13.

<sup>2</sup> См.: Годовой отчет CBRC за 2013 г. <http://www.cbrc.gov.cn/showannual.do>.

<sup>3</sup> См.: EY survey on the «Future directions for foreign banks in China / Ernst & Young. 2014. P. 9—10. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-foreign-bank-china-report/\\$FILE/EY-foreign-bank-china-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-foreign-bank-china-report/$FILE/EY-foreign-bank-china-report.pdf).



## 5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

них приходилось 55% всех активов банковской системы (см. табл. 5.17, за исключением Банка связи с долей государства 26,53%) и около 48,9% активов финансовой системы в целом (всего на банки — 87% активов, из них 55% — на банки с контрольным государственным участием). При множественности видов институтов существуют отдельные режимы их регулирования (государственные, частные, иностранные банки, банки центрального и местного подчинения), включающие использование административных рычагов.

Таблица 5.18. **Диверсификация банковских институтов в Китае и их динамика**

	2007		2008		2009		2010		2012
	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество
Банковские институты	8721	84,12	5578	87,8	3767	87	3639	87,6	2617
В том числе:									
Коммерческие	187	65,93	323	67,8	336	68,6	379	69,7	498
В том числе:									
«Большая четверка» + Банк связи	5	45,6	5	46,2	5	45,5	5	44,1	5
Акционерные коммерческие банки	12	11,8	12	12,5	12	13,2	12	14	12
Городские коммерческие банки	124	5,4	136	5,9	143	6,3	147	7,4	144
Сельские коммерческие банки	17	1	22	1,3	43	2,1	85	2,6	337
Иностранные банки	29	2	148	1,9	133	1,5	130	1,6	137
В том числе:									
— созданные под юрисдикцией КНР	29		32	1,4	38	1,3	40	1,4	42
— филиалы			116	0,5	95	0,2	90	2	95

## 5. Китай

Окончание табл. 5.18

	2007		2008		2009		2010		2012
	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество	% к активам	Количество
Сельские финансовые институты нового типа	27	0	101	0	164	0	386	0	863
Банки, реализующие государственные политики	3	6,97	3	8	3	7,7	3	7,2	3
Почтовый сберегательный банк	1	2,88	1	3,1	1	3	1	3,2	1
Кооперативные финансовые институты	8503	8,34	5,15	8,9	3263	7,6	287	7,4	147

Источники: People's Republic of China: Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 11/321. P. 22.

### Небанковские финансовые институты, участие в них государства. Портфельные инвесторы. Ограничения по счету капитала

Развитие небанковских финансовых институтов в Китае было подчинено банковской системе, монополизирующей финансовые ресурсы («дешевые» депозиты и приоритетные сегменты (межбанковский рынок облигаций — 95% всего рынка долговых инструментов<sup>1</sup>). До 1992 г. года рынок ценных бумаг существовал в региональном формате и регулировался местными отделениями Народного банка Китая (PBC) и местными органами власти<sup>2</sup>.

Этап 1991—2001 гг. Углубление рыночных отношений, завершение первого этапа реформы SOE, подготовка их к IPO стимулировали переход к национальному формату рынка. С 1991 г. формируется регулятивная инфраструктура: Комиссия по ценным бума-

<sup>1</sup> См.: FAQ: China's Bond Market. Goldman Sachs Global liquidity management, 2013. P. 2 [Electronic resource] // Goldman Sachs [Official website] <http://goldmansachs.com/.../market.../china-bond-market/china-bond-market.pdf>.

<sup>2</sup> См.: *Daisong C.* Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. China Asian Law Institute. Working Paper Series No. 005. P 3. [Electronic resource] // Asian Law Institute [Official website]. <http://law.nus.edu.sg/asli/pdf/WPS005.pdf>.

гам (SCRC), Комитет по рынку ценных бумаг (Госсовет) (1992 г.), Ассоциация участников рынка ценных бумаг, SAC (1991 г.)<sup>1</sup>.

На конец 1992 г. действовали 12 страховых, 387 трастовых и инвестиционных компаний, 87 компаний по ценным бумагам, 29 финансовых и 11 лизинговых компаний<sup>2</sup>, две фондовые и одна товарная биржа.

С 1993 г. активно развивался сегмент корпоративных облигаций (об истории его развития до 1991 г. см. табл. 5.1): завершена подготовка его законодательной базы (порядок определения квот на выпуск). В 1996 г. создан вторичный рынок корпоративных облигаций.

С 1998 г. произошло разделение рынка облигаций на три сегмента — биржевой, межбанковский (основной, только банки) и менее значимый внебиржевой рынок<sup>3</sup>.

Для небанковских участников были открыты биржевой рынок акций, рынок IPO с небольшим количеством обращаемых инструментов. За 1993—2002 гг. — несвязанный акционерный капитал (free-float, акции в свободном обращении) находился на уровне 27,9—34,7% и начал расти только в 2003 г., в 2012 г. — 81,6% (табл. 5.19).

Старт развитию небанковских компаний положил Закон о коммерческих банках<sup>4</sup> 1995 г., разграничивший *банковский бизнес и операции с корпоративными ценными бумагами*. В том же году были приняты законы о страховании (изменен в 2009 г.), о гарантиях, об обращаемых инструментах. В 1998 г. принят Закон о ценных бумагах (изменен в 2005 г.).

В условиях искусственно низкой доходности банковских депозитов отмечается инвестиционная активность населения. За период 1993—2002 гг. количество счетов индивидуальных инвесторов выросло с 8 млн до 68,4 млн, обороты на рынке акций увеличились в 7,6 раза, на рынке фьючерсных контрактов — в 7,2 раза, на рынке

<sup>1</sup> Всего за период 1991—2006 гг. создано 11 СРО, включая фондовые, товарные и срочные биржи (по данным годового отчета CSRC за 2012 г.).

<sup>2</sup> См.: Okazaki K. Banking System Reform in China / The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy. RAND Corporation, 2007. P. 10.

<sup>3</sup> Комиссия по национальному развитию и реформам (NDRС) давала разрешение на выпуск корпоративных облигаций, Комиссия по ценным бумагам (CSRC) регулировала биржевой рынок корпоративных облигаций и первичное размещение.

<sup>4</sup> Закон Китая (КНР) «О коммерческих банках» [Электронный ресурс] // UGL Corporation [Офф. сайт]. <http://law.uglc.ru/capital.htm>.

Таблица 5.19. Показатели китайского рынка ценных бумаг в динамике

Год	Торговый оборот, млрд долл.			Компании, прошедшие листинг, штук	Выпущенные акции, млрд штук	Не связанный капитал, %	Привлеченные средства (акции), млрд юаней	Рыночная капитализация, % ВВП <sup>1</sup>	Всего инвесторов, млн чел. <sup>2</sup>
	Акции	Облигации	Фьючерсы						
1993	63,6	-	95,8	183	0,39	27,9	0,38	9,2	8,35
1996	256,6	217,0	1 011,8	530	1,22	35,3	0,43	13,3	24,22
1998	284,4	261,6	446,5	851	2,53	34,1	0,84	22,7	42,60
2000	734,8	231,0	194,3	1088	3,79	35,7	2,10	48,5	61,23
2002	338,2	401,7	477,1	1224	5,88	34,7	0,96	31,9	68,42
2004	511,5	608,0	1 775,2	1377	7,15	36,0	1,51	33,1	72,16
2006	1 134,8	229,3	2 635,0	1434	14,93	37,8	5,59	89,4	78,54
2008	3 846,1	411,8	10 355,3	1625	24,58	51,2	1,03	61,8	151,98
2010	8 059,6	1 125,6	43 714,6	2063	33,18	77,3	11,97	80,3	188,58
2012	4 984,4	6 390,4	27 107,1	2494	38,40	81,6	4,13	44,9	140,46

Примечания: <sup>1</sup> По данным Всемирного банка. См.: [data.worldbank.org](http://data.worldbank.org), показатель — MCAP of listed companies (% of GDP).

<sup>2</sup> China Statistical Yearbooks (1996-2013) [Electronic resource] // National Bureau Statistics of China. [Official website]. <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData/>

Источники: China Statistical Yearbooks (1996-2013) [Electronic resource] // National Bureau Statistics of China. [Official website]. URL: <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData/>. Пересчитаны в доллары США по среднегодовому значению официального валютного курса (China Statistical Yearbook 2013 / Foreign Trade and Economic Cooperation / 6-2 Reference Exchange Rate of Renminbi (Period Average)).

облигаций (с 1996 г.) — в 1,6 раза. Для индивидуальных инвесторов и небанковских институтов был доступен только биржевой рынок облигаций.

Фактором, ограничивающим развитие рынка ценных бумаг и его участников, оставалось *преобладающее участие государства* в виде (1) собственника небанковских институтов, (2) государственно значимых компаний и банков как эмитентов<sup>1</sup> и инвесторов.

1. Три государственные инвестиционные компании (SOIC) являлись главными держателями долей и акций в большинстве компаний по ценным бумагам (отличались ограниченным набором услуг и «плохим» управлением)<sup>2</sup>.

2. Соблюдение государственных интересов определяло нестандартные для рынка способы размещения акций при IPO — через систему лотерей. Метод имел существенный недостаток — деньги инвесторов резервируются на длительный срок и временно изымаются из оборота. Метод был отменен в 2002 г., однако недостаточная мотивация к участию в первичных размещениях институциональных инвесторов сохранялась.

До 2001 г. CSRC устанавливала годовую квоту на выпуск новых акций. Министерства, провинции, муниципалитеты распределяли ее среди подведомственных компаний. С 2001 г. в распределении квот участвуют инвестиционные банки, но регулятор утверждал направление компании на IPO<sup>3</sup>.

С вступлением в ВТО небанковские институты получили новый стимул развития. В 2002 г. началась реализация программы по созданию института квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (Qualified Foreign Institutional Investors

---

<sup>1</sup> Доля IPO SOE в общем объеме проводимых IPO в 2007 г. оценивалась на уровне 66–68%.

<sup>2</sup> См.: *Herd R., Pigott C., Hill S.* China's Financial Sector Reforms / Economics Department Working Papers No. 747. 2010, art. 156 [Electronic resource] // OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) [Official website]. [http://search.oecd.org/official\\_documents/display\\_documentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp](http://search.oecd.org/official_documents/display_documentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp) (2010).

<sup>3</sup> Нерыночные методы размещения определили китайский феномен недооценности IPO — после первичного размещения — многократный рост цены (исследования в области недооценности давали следующие результаты: до 948,59% в начале 1990-х гг., до 117,48% в 2008 г.). См.: *Benesh W.* Taming the Dragon: The Modernization of the Chinese Equity Markets and its Effects on IPO Underpricing. Durham : Duke University, North Carolina, 2011. P. 7.

## 5. Китай

(QFIIs), открывающего доступ на китайский рынок иностранным портфельным инвестициям (далее — QFII Rules 2002)<sup>1</sup>.

Этап 2004—2007 гг. По аналогии с банками проводится реструктуризация и рекапитализация компаний по ценным бумагам, расширяется спектр услуг (структурированные продукты). Ужесточаются и расширяются нормы пруденциального надзора, контроля за рисками<sup>2</sup>.

Этап 2007—2014 гг. Сложилась диверсифицированная структура небанковских институтов — институциональные инвесторы (страховые компании, НПФ, инвестиционные фонды по ценным бумагам, QFII), профессиональные посредники (компании по ценным бумагам, компании фьючерсной торговли), компании денежного рынка (табл. 5.20). Участие государства в основных небанковских институтах остается высоким<sup>3</sup>.

Таблица 5.20. Диверсификация небанковских институтов в Китае и их динамика

	2007		2008		2009		2010		2012
	Кол-во	% к активам <sup>1</sup>	Кол-во	% к активам	Кол-во	% к активам	Кол-во	% к активам	Кол-во
Небанковские институты									
В том числе:	690	15,88	738	12,2	772	13	782	12,4	262
Страховые компании	102	4,61	112	4,6	120	4,4	125	4,7	153
НПФ	38	0,25	38	0,3	38	0,3	38	0,3	38
Управляющие компании фондов	59	5,34	61	2,7	60	3	63	2,4	77
Инвестиционные фонды по ценным бумагам	346	5,34	439	2,7	577	3	704	2,4	1173

<sup>1</sup> См.: Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors (Nov. 5, 2002) [Electronic resource] // China.org.cn [Official website]. [http://german.china.org.cn/business/documents/txt/200404/08/content\\_2109112.htm](http://german.china.org.cn/business/documents/txt/200404/08/content_2109112.htm). (QFII Rules 2002).

<sup>2</sup> См.: *Herd R., Pigott C., Hill S.* China's Financial Sector Reforms / Economics Department Working Papers No. 747. 2010, art. 51—55 [Electronic resource] // OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) [Official website]. <http://search.oecd.org/official documents/display documentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp> (2010).

<sup>3</sup> См.: *ibid.*

5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

Окончание табл. 5.20

	2007		2008		2009		2010		2012
	Кол-во	% к активам <sup>1</sup>	Кол-во	% к активам	Кол-во	% к активам	Кол-во	% к активам	Кол-во
Компании по ценным бумагам	106	2,83	107	1,7	106	2,3	106	1,8	114
Компании фьючерсной торговли	177	0,08	171	0,1	167	0,1	164	0,2	77
QFII	41	0,46	76	0,3	94	0,3	106	0,3	72
Другие небанковские компании	152	1,58	168	1,7	182	1,7	213	2	
Финансовые компании корпоративных групп	73	X	84	1,4	91	1,4	107	1,4	150
Трастовые компании	54	X	54	0,1	58	0,1	63	0,1	67
Компании финансового лизинга	10	X	12	0,1	12	0,2	17	0,3	20
Брокерские компании денежного рынка	2	X	3	0	3	0	4	0	5
Финансовые компании	13	X	15	0,1	18	0,1	22	0,1	
Компании по предоставлению займов	4	X	6	0	8	0	9	0	4
Автофинансовые компании	9	X	9	0,1	10	0,1	13	0,1	16
Компании по управлению банк. активами	4	X	4	X	4	X	4	X	4

<sup>1</sup> К активам всего финансового рынка в совокупности банковских и небанковских участников.

Источники: С 2007 по 2011 гг. People's Republic of China: Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 11/321. P. 22. За 2012 г. — CSRC, Annual Report, 2012. [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/about/annual/201307/P020130716403852654782.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/annual/201307/P020130716403852654782.pdf).

### Портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

QFII при получении лицензии в CSRC, а также письменно подтвержденной инвестиционной квоты и валютного регистрационного сертификата от SAFE может напрямую осуществлять операции на рынке ценных бумаг (по установленному кругу инструментов и при выполнении комплекса условий).

QFII подразделяются на пять видов: 1) компании по управлению активами, 2) страховые компании, 3) компании по ценным бумагам, 4) коммерческие банки, 5) другие институты (к каждой группе — свои лицензионные требования, ст. 4—12 QFII Rules 2002 г.).

Для получения разрешения QFII заключает предварительное соглашение с китайским кастодианом и компанией по ценным бумагам (ст. 3 QFII Rules 2002 г.). К компаниям-кастодианам — отдельные требования к собственному капиталу, наличию лицензии на проведение операций в иностранной валюте (могут выступать и подразделения иностранных банков) (ст. 12 QFII Rules 2002 г.).

Объем портфельных иностранных инвестиций, доступных для QFII, регулируется инвестиционными квотами, которые устанавливаются SAFE. При определенных обстоятельствах<sup>1</sup> допускается аннулирование квоты или ее снижение. Обращение за повышением квоты возможно через один год со дня последнего подтверждения SAFE инвестиционной квоты. Действует режим масштабных ограничений по счетам QFII, который тем не менее смягчается для особой их категории — инвестиционных фондов открытого типа (open-end China fund ст. 11 QFII Rules 2002 г.) (табл. 5.21).

Изменения в Программу по созданию института квалифицированных иностранных институциональных инвесторов<sup>2</sup>, принятые в июле 2012 г. (далее — QFII Rules 2012 г.), не отменили ограничения по вводу и выводу активов со счетов QFII, хотя расширили доступ иностранных участников (Приложение 34).

---

<sup>1</sup> 1) Отзыв лицензии QFII или аннулирование квоты; 2) в течение шести месяцев после одобрения инвестиционной квоты или после операций по выводу активов со счетов сумма на счетах QFII, переведенная для совершения инвестиций, менее эквивалента в 20 млн долл. США; 3) другие обстоятельства, определяемые SAFE.

<sup>2</sup> См.: Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors (2012) (QFII Implementation Rules 2012). [www.csrc.gov.cn/.../W020121105540101400027.doc](http://www.csrc.gov.cn/.../W020121105540101400027.doc).



## 5.7. Развитие финансового рынка, портфельные инвесторы, ограничения по счету капитала

Т а б л и ц а 5.21. **Ограничения по счетам QFII на ввод и вывод активов**

	QFII	QFII в форме фондов открытого типа <sup>1</sup>
Начало инвестиционных операций	Раздел 5, ст. 25 QFII Rules 2002 г.	Соблюдение периода блокировки — 3 мес., в течение которого должна быть переведена, конвертирована и отражена на счете капитала QFII в юанях вся сумма по инвестиционной квоте. При невыполнении — квота аннулируется
Вывод активов со счетов QFII  (только при выполнении комплекса условий и получения разрешения от SAFE)	Раздел 5, ст. 26, абз. 2 QFII Rules 2002 г.  <ul style="list-style-type: none"> <li>• Невозможен до истечения 3 лет после ввода средств, потом — не чаще 1 раза в 3 месяца частями в размере не более 20% основной суммы, переведенной для инвестирования на счет капитала QFII в юанях</li> <li>• На размер выведенных активов уменьшается инвестиционная квота</li> <li>• Получатель за рубежом — сам QFII</li> </ul>	Раздел 5, ст. 26, абз. 1 QFII Rules 2002 г.  <ul style="list-style-type: none"> <li>• Невозможен до истечения 1 года после ввода средств, потом — не чаще 1 раза в месяц частями в размере не более 20% основной суммы, переведенной для инвестирования на счет капитала QFII в юанях</li> <li>• На размер выведенных активов инвестиционная квота не уменьшается</li> <li>• Получатель за рубежом — сам QFII</li> </ul>
Посредники QFII	1 кастодиан и 1 компания по ценным бумагам	Более одного

<sup>1</sup> Однако существует ряд ограничений на перемещение активов по счетам между несколькими фондами.

И с т о ч н и к: Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors» (Nov. 5, 2002) / [http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content\\_2109112.htm](http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content_2109112.htm).

Была улучшена учетно-расчетная система QFII (возможность открытия нескольких счетов в ценных бумагах, корреспондирующих со счетом иностранного капитала QFII в юанях, право выбора нескольких брокеров, возможность открытия отдельных клиентских счетов QFII (ст. 6 QFII Rules 2012 г.).

## 5. Китай

Увеличивается и общая инвестиционная квота для QFII: в 2011 г. общая квота была повышена с 30 до 80 млрд долл., в конце 2012 г. — до 150 млрд долл.<sup>1</sup>

### Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors (RQFII)

В 2011 г. создан институт RQFII — Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы в режиме национальной валюты (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors (RQFIIs)), которым разрешалось совершать инвестиции через офшорные зоны в юанях<sup>2</sup>.

Другие инвестиции — иностранные займы для китайских инвесторов регулируются квотой по краткосрочным заимствованиям, в случае долгосрочных займов требуется одобрение регулятора.

### Библиография

#### Источники на русском языке

1. *Биндер А., Кононов А.* Валютная политика КНР: исторический аспект // *Мировая экономика и международные отношения.* 2014. № 2.
2. *Вахрушин И. В.* Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы: дис. ... канд. экон. наук. М., 2009.
3. *Дин Ж., Ковалев М. М.* Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси. Минск : БГУ, 2002.
4. Информация о специальных экономических зонах КНР [Электронный ресурс] // Министерство экономического развития РФ. Единый портал внешнеэкономической информации Российской Федерации [Официальный сайт]. [http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about\\_cn/laws\\_ved\\_cn/special\\_area\\_cn/](http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about_cn/laws_ved_cn/special_area_cn/).
5. *Ли Л., Кондрашова Л.* Демократизация прав собственности: китайский вариант // *Проблемы теории и практики управления.* 2003. № 2.
6. *Макеев Ю.* Фондовый рынок Китая // *Рынок ценных бумаг.* 2003. № 5.
7. Политика привлечения зарубежных кредитов Китая [Электронный ресурс] // *Экономическое развитие Китая* [Офиц. сайт]. <http://экономическое-развитие-китай.рф/>.

---

<sup>1</sup> См.: People's Republic Of China 2013 Article IV Consultation / IMF. Country Report No. 13/211.

<sup>2</sup> См.: CSRC Order No. 90 «Measures for the Pilot Program of Domestic Securities Investment by RQFIIs» [Electronic resource] / CSRC (China Securities Regulatory Commission) [Official website]. <http://www.csrc.gov.cn/.../csrc.../W020130327614010465872.doc>.

## Библиография

8. Поощряемые сферы для привлечения инвестиций в Китайскую Народную Республику. [Электронный ресурс] // Торговое представительство Российской Федерации в Китайской Народной Республике [Официальный сайт]. [http://www.russchinatrade.ru/ru/about-china\\_new/invest-in-china](http://www.russchinatrade.ru/ru/about-china_new/invest-in-china).
9. Потребительский налог // China [Tax] [Official website] <http://www.chinatax.ru/china/2-2.php>.
10. *Рубцов Б.* Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
11. Социалистическая рыночная экономика Китая [Электронный ресурс] // Экономическое развитие Китая [Официальный сайт]. <http://экономическое-развитие-китай.рф/>.
12. Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996—2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко. М. : Памятники исторической мысли, 2002.
13. Структура открытия Китая для внешнего мира // Интернет-ресурс Китайского информационного интернет-центра при Управлении издательства литературы на иностранных языках в КНР [Официальный сайт]. [russian.china.org.cn/news/txt/2010-08/03/content\\_20633035.htm](http://russian.china.org.cn/news/txt/2010-08/03/content_20633035.htm) (дата обращения — 10.04.2014).
14. *Чебаченко Е. Н.* Эволюция привлечения иностранного капитала в банковскую систему Китая // Евразийский международный научно-аналитический журнал, 2012. № 1.
15. *Чжоу Синьчэн.* Экономическая реформа в Китае: достижения и задачи // Проблемы теории и практики управления. 1997. № 2.

## Официальные документы

16. Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries (Amended in 2011) [Electronic resource] // Ministry of Commerce People's Republic of China, MOFCOM [Official website]. <http://english.mofcom.gov.cn/article/policyrelease/aaa/201203/20120308027837.shtml>.
17. Communiqué of the Third Plenary Session Of the 11th Central Committee of The Communist Party of China (Adopted on December 22, 1978) [Electronic resource] // Beijing review [Official website]. [http://www.bjreview.com.cn/special/30yearsofreform/2008/1/29/content\\_167170.htm](http://www.bjreview.com.cn/special/30yearsofreform/2008/1/29/content_167170.htm) (accessed: 12.04.2014).
18. CSRC Order No. 90 «Measures for the Pilot Program of Domestic Securities Investment by RQFII» [Electronic resource] / CSRC (China Securities Regulatory Commission) [Official website]. <http://www.csrc.gov.cn/.../csrc.../W020130327614010465872.doc>.
19. Decree of the State Council of the People's Republic of China «Regulations of the People's Republic of China on Administration of Foreign-funded

## 5. Китай

- Banks» (Adopted at the 155th Executive Meeting of the State Council on November 8, 2006) [Electronic resource] // China Banking Regulatory Commission [Official website] <http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=2871>.
20. Guangdong [Canton Province]: Ordinance of Special Economic Zones of Guangdong Province (promulgated by the Standing Committee of the National People's Congress on 26 August 1980). Article 14.
  21. NDRC. Report on the Implementation of the 2010 Plan for National Economic and Social Development and on the 2011 Draft Plan for National Economic and Social Development. Xinhua Net, 5 March 2011 [Electronic resource] // The Chinese Central Government Official Webportal [Official website]. [http://www.gov.cn/official/2011-03/.../content\\_1826561.htm](http://www.gov.cn/official/2011-03/.../content_1826561.htm).
  22. Provisional Regulations for Special Economic Zones and 14 Coastal Cities on Reduction and Exemption of Enterprises Income Tax and Consolidated Industrial and Commercial Tax (Promulgated by the State Council on 15 November 1984, and taking effect on 1 December 1984 [Electronic resource] // China Law information [Official website] [http://www.chinahotelsreservation.com/china\\_law/Provisional\\_Regulations\\_china\\_law\\_for\\_Special1452.html](http://www.chinahotelsreservation.com/china_law/Provisional_Regulations_china_law_for_Special1452.html).
  23. The Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision, adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on December 27, 2003 [Electronic resource] // Boston University [Official website]. <http://www.bu.edu>.
  24. The Third Plenum of the 14th CPC Central Committee // Beijing review [Official website] [http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content\\_357540\\_3.htm](http://www.bjreview.com.cn/90th/2011-03/30/content_357540_3.htm).
  25. XV Всекитайский съезд КПК // Китайский информационный интернет-центр при Управлении издательства литературы на иностранных языках в КНР [Официальный сайт]. [http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content\\_8950978.htm](http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content_8950978.htm).
  26. Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая (theorychina.org) [Официальный сайт] <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc-50d3-41cf-9088-12de81277569>.
  27. Закон Китая (КНР) «О коммерческих банках» [Электронный ресурс] // UGL Corporation [Официальный сайт]. <http://law.uglc.ru/capital.htm>.
  28. Закон КНР «О налоге на прибыль предприятий» от 16.03.2007 [Электронный ресурс] // Законодательство Китая [Официальный сайт] [http://chinalawinfo.ru/economic\\_law/enterprise\\_tax\\_law](http://chinalawinfo.ru/economic_law/enterprise_tax_law).

## Библиография

29. Закон КНР «О паевых совместных предприятиях китайского и иностранного капитала» 1 июля 1979 г. (изменен в 2000 г.) [Электронный ресурс] // Законодательство Китая [Официальный сайт]. [http://chinalawinfo.ru/economic\\_law/law\\_equity\\_joint](http://chinalawinfo.ru/economic_law/law_equity_joint).
30. Положение «Об управлении деятельностью финансовых институтов с иностранными инвестициями» — старая редакция [Электронный ресурс] // UGL Corporation [Официальный сайт]. <http://law.uglc.ru/money.htm/6>.
31. Этапы создания специальных экономических зон Китая [Electronic resource] // Экономическое развитие Китая [Official website]. <http://экономическое-развитие-китая.рф/>.

## Источники на иностранном языке

32. 2008 Annual Report / PBC (People's Bank of China) — Beijing, 2009. — 154 p.
33. 2009 Annual Report / PBC (People's Bank of China) — Beijing, 2010. — 159 p.
34. 2010 Annual Report / PBC (People's Bank of China) — Beijing, 2011. — 152 p.
35. 2011 Annual Report / PBC (People's Bank of China) — Beijing, 2012. — 148 p.
36. 2012 Annual Report / PBC (People's Bank of China) — Beijing, 2013.
37. 2012 Annual Report / CBRC (China Banking Regulatory Commission). — Beijing, 2013.
38. *Bell M. W., Khor H. E., Kochhar K.* China at the Threshold of a Market Economy // International Monetary Fund. Washington DC, 1993.
39. *Benesh W.* Taming the Dragon: The Modernization of the Chinese Equity Markets and its Effects on IPO Underpricing. Durham, North Carolina: Duke University, 2011.
40. *Bing Z., Fei Z., and Jingting Z.* Cash Crash for Wnezhou's Private Loan Network, November 10, 2011 [Electronic resource] // Caixin [Official website]. <http://english.caixin.com/2011-10-11/100312830.html>.
41. *Blejer M., Burton D., Dunaway S., Szapary G.* China: Economic Reform and Macroeconomic Management / IMF, Washington, D.C., January, 1991.
42. *Calomiris C. W.* Chinese financial tradition at a crossroad. New York : Columbia University Press, 2007.
43. *Conway P., Herd R., Chalaux T.* Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives / OECD Working Papers. 2010/12. № 822.
44. *Daisong C.* Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up / China Asian Law Institute. —

## 5. Китай

- Working Paper Series No. 005. [Electronic resource] // Asian Law Institute [Official website]. [http:// law.nus.edu.sg/asli/pdf/WPS005.pdf](http://law.nus.edu.sg/asli/pdf/WPS005.pdf).
45. *Chen Z.* Stock Market in China's Modernization Process — Its past, present and future prospects. Yale School of Management. June 1, 2006.
  46. China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows / BIS Papers № 44. 143. [Electronic resource] // The Bank for International Settlements [Official website]. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44h.pdf>.
  47. Concept of planned commodity economy put forward in 1984. — October 09, 2008 [Electronic resource] // People's daily online [Official website]. <http://english.people.com.cn/90002/95589/6512383.html>.
  48. Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility Developments and Issues / International Monetary Fund. Washington DC, 1999.
  49. FAQ: China's Bond Market / Goldman Sachs Global liquidity management, 2013. — 8 p. [Electronic resource] // Goldman Sachs [Official website] <http://goldmansachs.com/.../market.../china-bond-market/china-bond-market.pdf>.
  50. FDI Confidence Index Top 25 [Electronic resource] // Foreign Direct Investment FDI Confidence Index — A. T. Kearny [Official website]. <http://www.atkearney.com/ru/research-studies/foreign-direct-investment-confidence-index>.
  51. Financial Stability Report / Financial Stability Analysis Group of the People's Republic of China. China Financial Publishing House, 2013.
  52. *Halkyard A., Linghui R.* China's Tax Incentive Regimes For Foreign Direct Investment: An Eassonian Analysis. 2008 [Electronic document] // Queens university [Official website]. <http://law.queensu.ca/.../AndrewHalkyardChineseTax>.
  53. *Herd R., Pigott C., Hill S.* China's Financial Sector Reforms / Economics Department Working Papers No. 747. 2010 [Electronic resource] // OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) [Official website] [http://search.oecd.org/official\\_documents/display\\_documentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp](http://search.oecd.org/official_documents/display_documentpdf/?doclanguage=en&cote=eco/wkp) (2010).
  54. Historical Exchange Rate Regime of Asian Countries [Electronic resource] // International Economics [Official website]. [http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange\\_rate\\_regime/index.php?cid=8](http://intl.econ.cuhk.edu.hk/exchange_rate_regime/index.php?cid=8).
  55. *Lardy N. R.* China's Unfinished Economic Revolution. Washington DC : Brookings Institution Press, 1998.
  56. *Ma S.* Shareholding System Reform in China: Privatizing by Groping for Stones. — Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing Ltd., 2010.
  57. *Martin M. F.* China's Banking System: Issues for Congress, February 20, 2012.

58. *Okazaki K.* Banking System Reform in China. The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy. RAND Corporation, 2007.
59. People's Republic of China: Financial System Stability Assessment / IMF. Country Report No. 11/321, 2013.
60. Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors (Nov. 5, 2002) [Electronic resource] // China.org.cn [Official website] [http://german.china.org.cn/business/documents/txt/200404/08/content\\_2109112.htm](http://german.china.org.cn/business/documents/txt/200404/08/content_2109112.htm).
61. Rural Banking in China // Asia Focus report. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2010.
62. Supervision Transformation as the Focus. Address by CSRC Chairman *Xiao Gang* / 2014 National Conference on Securities and Futures Supervision, January 21, 2014, section 1. [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/Informations/phgall/201402/t20140211\\_243696.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/phgall/201402/t20140211_243696.htm).
63. *T Gelatt T. A.* Foreign Business Taxation Law: New Implementation Rules / East Asian Executive Reports, September 1991.
64. *Wang D.* prof. Tax Burdens in China / Peking University. Proceedings of the 15th Annual Conference of the Association for Chinese Economics Studies Australia (ACESA). 2004 [Electronic resource] // ACESA Proceedings [Official website] <http://mams.rmit.edu.au/sd74hosgid2s1.doc>.

#### Официальные интернет-сайты

65. China [Tax] [Official website]. <http://www.chinatax.ru/china/2-2.php>.
66. China Statistical Yearbooks (1996—2013) [Electronic resource] // National Bureau Statistics of China. [Official website]. <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData>.
67. IMF IFS (IMF Financial Data), 1978—2012 [Electronic resource] // IMF eLibrary Data. [Official website]. <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>.
68. Statistics [Electronic resource] // Ministry of Commerce People's Republic of China, MOFCOM [Official website]. <http://english.mofcom.gov.cn/article/statistic>.
69. World Bank Database, 2014 [Electronic resource] // The World Bank // [Official website]. <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>
70. Единый портал внешнеэкономической информации Российской Федерации [Официальный сайт]. [http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about\\_cn/laws\\_ved\\_cn/special\\_area\\_cn/](http://www.ved.gov.ru/exportcountries/cn/about_cn/laws_ved_cn/special_area_cn/).
71. Китайский информационный интернет-центр при Управлении издательства литературы на иностранных языках КНР [Офиц. сайт].

## 5. Китай

[http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content\\_8950978.htm](http://russian.china.org.cn/china/archive/shiqida/2007-06/17/content_8950978.htm).

72. Экономическое развитие Китая [Official website]. <http://экономическое-развитие-китая.рф/>.
73. Торговое представительство Российской Федерации в Китайской Народной Республике [Офиц. сайт]. [http://www.russchinatrade.ru/ru/about-china\\_new/invest-in-china](http://www.russchinatrade.ru/ru/about-china_new/invest-in-china).



# 6

## Малайзия

6.1. Цели и этапы модернизации / 6.2. Инвестиционная политика / 6.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост / 6.4. Денежно-кредитная, процентная политика / 6.5. Банки и небанковские финансовые институты / 6.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика / 6.7. Развитие финансового рынка / 6.8. Программа действий и обобщение малазийского опыта

### Список сокращений

BNM	Banka Negara Malaysia, Центральный банк Малайзии
BAFIA	Banking and Financial Institutions Act, Закон о банках и финансовых институтах 1989 г.
FBMKLCI	FTSE Bursa Malaysia KLCI Index — основной фондовый индекс Куала-Лумпурской фондовой биржи после 2004 г. и реорганизации KLSE (Куала-Лумпурской фондовой биржи) в Bursa Malaysia Berhad, BM (Малазийскую биржу)
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange, Куала-Лумпурская фондовая биржа
KLCI	Kuala Lumpur Composite Index — основной фондовый индекс Куала-Лумпурской фондовой биржи до 2004 г.
MCA	Malaysian Chinese Association, Малазийская китайская ассоциация — партия Малайзии, представляющая китайское этническое меньшинство
MIC	Malaysian Indian Congress, Малазийский индийский конгресс — партия Малайзии, представляющая индийское этническое меньшинство
M\$	Malaysian Dollar — малазийский доллар, валюта Малайзии с 1967 по 1975 г.
RM	Malaysian Ringgit — малазийский ринггит (фактически переименованный в 1975 г. малазийский доллар), валюта Малайзии с августа 1975 г. по настоящее время
NEP	New Economic Policy — Новая экономическая политика, провозглашенная в 1970 г.
NDP	National Development Policy — Политика национального развития, сменила NEP со второй половины 1990-х гг.
UMNO/ OMHO	United Malay National Organization, Объединенная малайская национальная организация — правящая партия Малайзии

### 6.1. Цели и этапы модернизации

С 1957 г. власть в Малайзии находится в руках правящей коалиции трех партий: UMNO — представители малайского населения, MCA — китайского населения, MIC — этнических индийцев. Ключевая позиция была и остается за UMNO.

В 1950—1960-х гг. — политика импортозамещения в сочетании с жестким протекционизмом, особенно в производстве потребительских товаров, продовольствия, дерева, резины. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) привлекались в основном в отрасли добычи олова и каучука. К 1969 г. каучук и олово по-прежнему обеспечивали 80% всех экспортных доходов<sup>1</sup>. Валюта привязана к фунту стерлингов. Основная цель Центрального банка — сдерживание инфляции.

С 1965 г. введены пятилетние планы (в 2015 г. заканчивается десятая «пятилетка», Tenth Five-year Malaysia Plan).

Низкая конкурентоспособность малазийской промышленной продукции на экспортных рынках и крайне медленное создание новых рабочих мест привели к дефициту торгового баланса и социальному взрыву 1969 г. Межобщинным этническим конфликтам между китайским в малайским населением страны в мае 1969 г.

1968—1980 гг. — первая волна «экономического чуда». NEP (Новая экономическая политика)<sup>2</sup>, экспортоориентированная индустриализация, комплексное стимулирование притока ПИИ (льготные инвестиционные кредиты, концессии со льготным налоговым режимом, упрощенные бюрократические процедуры для инвесторов), в 1971 г. — закон о зонах свободной торговли<sup>3</sup>, в 1978 г. — дерегулирование внутренних процентных ставок (см. п. 6.4).

---

<sup>1</sup> См.: *Khoo Boo Teik. Country Study: Malaysia, Policy Regimes and the Political Economy of Poverty Reduction in Malaysia / United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), 2010.*

<sup>2</sup> UMNO во втором пятилетнем плане сформулировала цель NEP следующим образом: «...реструктурировать малазийское общество так, что существующая расовая идентификация с экономическими функциями и географическим положением, будет размыта, а впоследствии и полностью изжита...», так цель NEP — создание активного среднего класса на базе необразованного сельского населения, преимущественно малайцев. См.: *Second Malaysia Plan, 1971—1975.* [http://www.epu.gov.my/en/second-malaysia-plan-1971-1975.](http://www.epu.gov.my/en/second-malaysia-plan-1971-1975)

<sup>3</sup> Free Trade Zones Act 1971 (Act 24), в 1990 г. заменен Free Zones Act 1990 (Act 438). Первая зона на основании данного закона создана в августе 1972 г., известна как Free Industrial Zone Bayan Lepas в Пинанге (Penang) на западе полуостровной части Малайзии. Впоследствии Bayan Lepas развился в полноценный промышленный кластер.

## 6.1. Цели и этапы модернизации

В 1971—1980 гг. среднегодовые темпы роста ВВП составили 8%. К 1984 г. 32% экспортных поступлений обеспечивали бытовая электроника (производство прирастало в среднем примерно на 70% в год), а также текстиль (выше 25% ежегодно)<sup>1</sup>.

Интересно, что UMNO и MCA способствовали политике привлечения инвестиций по разным причинам: для малайской UMNO новые инвестиции уравнивали продолжавшуюся экспансию китайского капитала, а для китайской MCA инвестиции поддерживали доминирование в стране рыночной экономики (противодействие растущему влиянию коммунистической идеологии в регионе). Та же причина — одна из основ покровительства экономическим и финансовым реформам со стороны США и Великобритании, особенно на фоне войны во Вьетнаме.

К 1980 г., как следствие интенсивной экспортной ориентации, возникла проблема зависимости от зарубежного спроса на экспортную продукцию. Второй нефтяной кризис и последовавшая рецессия в большинстве развитых стран выявили уязвимость экономической модели. Соответственно скорректирована парадигма: интенсификация импортозамещения при сохранении и развитии экспортоориентированных предприятий. Субсидирование тяжелой промышленности. В 1983 г. — запуск политики приватизации,

1982—1998 гг. — вторая волна «экономического чуда». Две основные экспортные отрасли — генераторы роста в первую и вторую волну «чуда»: бытовая электроника и текстиль. К 1990 г. две эти статьи покрывали  $\frac{2}{3}$  экспортной выручки от готовой продукции. В целом производство последней ежегодно увеличивалось темпами выше 10%. К 1990 г. каждое четвертое изделие бытовой электроники (компьютер, телевизор и т.п.) в мире изготавливалось в Малайзии<sup>2</sup>.

Также в 1990-х гг. имел место существенный приток портфельных инвестиций (по открытии для них финансового рынка), последующий перегрев и кризис 1997—1998 гг. Ответом правительства на кризис стало кратковременное закрытие экономики и недопущение оттока ринггитов за рубеж (подробнее об антикризисных мерах 1998 г. см. п. 6.4 и 6.6).

С начала 2000 г. — антикризисные меры и реализация плана «Vision 2020» («Видение 2020») с политикой привлечения ино-

---

<sup>1</sup> См.: Лагунов А. С. Стратегия экономического развития Малайзии (вторая половина XX — начало XXI в.). М.: Институт востоковедения РАН, 2011.

<sup>2</sup> См.: Khoo Boo Teik. Op. cit.

## 6. Малайзия

странных специалистов, создания собственной кадровой базы и диверсификации экономики. Постепенное сокращение государственного сектора.

В кризис 2008—2009 гг. правительством Малайзии был принят ряд проактивных мер, приоритетной целью которых стало поддержание внутреннего спроса во время кризиса и сохранение для предприятий доступа к финансированию:

- расширение гарантий по страхованию депозитов в ринггитах и иностранной валюте для всех банков и DFI<sup>1</sup>, регулируемых Центральным банком (BNM), со стороны Малазийской корпорации по страхованию депозитов (Malaysia Deposit Insurance Corporation), аналога российского АСВ (Агентства по страхованию вкладов). Расширенные гарантии действовали до декабря 2010 г.;
- облегчение доступа к дополнительной ликвидности для страховых компаний и такафул<sup>2</sup>, регулируемых BNM;
- обеспечение доступа банков к ликвидности в долларах США при финансировании экспортных и импортных сделок.

Также целью было смягчить эффект замедления экономического роста для наиболее подверженных кризису отраслей. 4 ноября 2008 г. решением правительства Малайзии был одобрен первый пакет мер по стимулированию экономики, для реализации которого было выделено 7 млрд ринггитов (около 2 млрд долл. США, или 1% ВВП). В рамках плана средства выделялись таким проектам, реализация которых приведет к немедленному мультипликационному эффекту для всей национальной экономики.

В марте 2009 г. был введен в действие второй пакет мер, для реализации которого выделено 60 млрд ринггитов (около 17 млрд долл. США), что составляло 9% ВВП. Второй пакет мер был рас-

---

<sup>1</sup> Финансовые институты развития (Development Financial Institutions, DFI), структуры с государственным капиталом, созданные для долгосрочной финансовой поддержки приоритетных секторов экономики: преимущественно сельского хозяйства, промышленности, международной торговли. Предоставляют финансирование бизнесу приоритетных отраслей по ставкам ниже банковских. Крупнейшие из подобных структур: Bank Pembangunan Malaysia Berhad, Bank Perusahaan Kecil & Sederhana Malaysia Berhad (SME Bank), Export-Import Bank of Malaysia Berhad, Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad, Bank Simpanan Nasional, Bank Pertanian Malaysia Berhad (Agrobank). Регулируются специальным законом: Development Financial Institutions Act 2002.

<sup>2</sup> Такафул (Takaful, с араб. «предоставление взаимных гарантий») — исламское страхование, система страхования, в основе которой находится механизм распределения прибылей и убытков между участниками и оператором, соответствующий нормам шариата, опирающимся на Коран и Сунну.

## 6.1. Цели и этапы модернизации

считан на 2009 — 2010 гг. и включал в себя затраты на обучение, создание новых рабочих мест, улучшение инфраструктуры, гарантирование банковских вкладов<sup>1</sup>.

В табл. 6.1 приведены базовая экономическая периодизация и краткие цели экономической политики на каждом из этапов.

Таблица 6.1. **Базовая экономическая периодизация**

Годы <sup>1</sup>	Характеристика периода	Основные внешние и внутренние детерминанты	Цели экономической политики
1957—1969	Политика рыночного развития (Market-led development policy). Модернизация. Импортозамещение	1957 г. — независимость от Британской империи. • Политика деколонизации и построения нации. • Власть альянса UMNO, MCA, MIC. 1969 г. — майские восстания <sup>2</sup>	• Модернизация и привлечение ПИИ с упором на сырьевые отрасли (олово, каучук). • Привязка к фунту стерлингов. • Сдерживание инфляции
1968—1980	Первая волна «экономического чуда». NEP (новая экономическая политика). Экспорт-ориентированная индустриализация	1973 г. — нефтяной кризис <sup>3</sup> . • Эффективное администрирование. • Власть UMNO	• Либерализация счета капиталов. • Создание свободных экономических зон. • Комплексное стимулирование притока ПИИ
1980—1990	Вторая волна экономического чуда. Индустриальный скачок (Heavy Industrialisation Push). Экспорт-ориентированный рост + второй этап импортозамещения. С 1986 г. «Инициатива для укрепления производственных связей»	1980 г. — второй нефтяной кризис 1984—1986 гг. — падение экспортных цен на олово и пальмовое масло <sup>5</sup> . Политика экономического национализма (усиление поддержки внутренних товаропроизводителей и занятости этнических	• Интенсификация импортозамещения при сохранении и развитии экспорт-ориентированных предприятий. • Субсидирование тяжелой промышленности. • Усиление роли государственного капитала.

<sup>1</sup> См.: Bank Negara Malaysia Financial Stability & Payment Systems Report 2009. Kuala Lumpur, 24 March 2010. P. 30.

## 6. Малайзия

Окончание табл. 6.1

Годы <sup>1</sup>	Характеристика периода	Основные внешние и внутренние детерминанты	Цели экономической политики
	(Industrial Linkage Program, ILP) <sup>4</sup> . 1986—1990 гг. Настройка и либерализация (Adjustment and liberalization)	малайцев)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Дальнейшая либерализация счета капиталов.</li> <li>• Переход к концепции центрального банка развития</li> </ul>
1987—1997	Переход от NEP к NDP, National Development Policy Политика национального развития, проект «Vision 2020» экспортоориентация	1997—1998 гг. — азиатский кризис	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отмена налога на прирост стоимости капитала (capital gains tax), открытие рынка для притока портфельных инвестиций.</li> <li>• Создание системы исламских финансов.</li> <li>• Антикризисные меры 1997—1998 гг.</li> </ul>
1997—2014	NDP, Политика национального развития. Реализация проекта «Vision 2020»	1997—1998 гг. — азиатский кризис. 1998 г. — долговой кризис в России. 2008—2009 гг. — мировой финансовый кризис	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стимулирование частного сектора экономики.</li> <li>• Привлечение и развитие высококвалифицированных кадров.</li> <li>• Диверсификация экономики.</li> <li>• Постепенное сокращение государственного сектора.</li> <li>• Антикризисные меры с 1998 до 2005 г. и в 2008—2009 гг.</li> </ul>

<sup>1</sup> Авторы экономического чуда Малайзии по времени нахождения у власти: Хуссейн бин Онн (Hussein bin Dato' Onn), 1976—1981 гг. — премьер министр (считается отцом единства Малайзии в смысле расового равенства); Махатхир бин Мохамад (Dr Mahathir bin Mohamad), 1972—1981 гг. — заместитель премьер-министра, 1981—2003 гг. — премьер министр, лидер партии UMNO (считается отцом экономического чуда, автор проекта «Vision 2020»).

<sup>2</sup> Межобщинные этнические конфликты между китайским в малайским населением страны в мае 1969 г.

## 6.1. Цели и этапы модернизации

<sup>3</sup> В результате нефтяного кризиса и нестабильности доллара США как основной валюты привязки начиная с 1973 г. в Малайзии сильно повысился уровень инфляции: с 5—6% в год в 1973 г. до 25% в год в 1974 г. Данные по инфляции: Department of Statistics of Malaysia. <http://www.statistics.gov.my/>.

<sup>4</sup> Программа стимулирования малого и среднего бизнеса. Налоговые льготы для предприятий стимулировали малый малазийский бизнес участвовать в производственных цепочках в электронной и прочей высокотехнологичной промышленности (подробнее о льготах см. п. 6.3). См.: Promotion of Investments Act, Act 327, 1986 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).

<sup>5</sup> С 1984—1986 гг. падение малазийского индекса экспортных цен (Overall export price index) на 30%. Расширение валютного коридора и девальвация являлись, прежде всего, вынужденными антикризисными мерами. Данные по индексу цен: Department of statistics of Malaysia. <http://www.statistics.gov.my/>.

Источник: *Charette D. E. Malaysia in the Global Economy, Crisis, Recovery, and the Road Ahead, 2003; Dr. Azali Mohamed. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review / Universiti Putra Malaysia (UPM). Free Lecture Notes, 2001; Dr. Mahathir bin Mohamad. The Way Forward. London : Wiedenfeld & Nicolson, 1998.*

### **Социально-демографические детерминанты NEP и NDP**

Смешанный национальный состав страны, две основные этнические группы — малайцы (мусульмане) (45% в 1968 г., 53% в 2012 г.) и китайцы (35% в 1968 г., 24% в 2012 г.)<sup>1</sup>. Малайцы до 1960-х гг. относительно бедны и преимущественно заняты в сельском хозяйстве. Китайцы в это время заняты в большинстве более современных секторов экономики.

Традиционно экономически активное китайское население и менее активное малайское население, Bumiputra (буквально «сын земли», малайцы — мусульмане, сельское население). Высокая разобщенность между коммунами (в частности, малайскими и китайскими), рост социальной напряженности преодолевались последовательно с 1969 г.

Средний класс среди Bumiputra с начала NEP искусственно формировался активной государственной политикой: большими льготами по сравнению с этническими китайскими и индийскими меньшинствами Малайзии. Университеты резервируют места для Bumiputra, 30% акций любой компаний должны находиться в руках Bumiputra, будучи проданными по льготным ценам<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Демографическая статистика ООН. [http://unstats.un.org/UNSD/Demographic/products/dyb/1960\\_round.htm](http://unstats.un.org/UNSD/Demographic/products/dyb/1960_round.htm) и [http://unstats.un.org/UNSD/Demographic/products/dyb/2010\\_round\\_latest.htm](http://unstats.un.org/UNSD/Demographic/products/dyb/2010_round_latest.htm).

<sup>2</sup> См.: Second Malaysia Plan, 1971—1975. <http://www.epu.gov.my/en/second-malaysia-plan-1971—1975>.

## 6. Малайзия

Продекларированная цель NEP — увеличить долю Bumiputra — собственников корпораций с 2% в 1970 г. до 30% в 1990 г. (фактически доля приблизилась к 20% лишь к 1997 г.)<sup>1</sup>. Соответствующая политика проводилась при помощи расширения государственного сектора и предоставления малайцам приоритетного доступа к долям собственности предприятий. Пример — Закон о промышленной координации 1975 г. (Industrial Coordination Act).

### 6.2. Инвестиционная политика

#### Режим счета капитала, политика счета капитала

Либерализация счета капитала с 1968 по 1990 г. (период первой и второй волны «экономического чуда») включала стимулирование<sup>2</sup>:

- прямых иностранных инвестиций в бизнес и недвижимость;
- доступа отечественных заемщиков к займам и кредитам иностранных кредитных организаций, как долгосрочным, так и краткосрочным.

Освобождение счета капитала осуществлялось поэтапно.

1968 г. — снятие ограничений по текущим международным операциям, избежание дискриминационной валютной политики со стороны фискальных органов<sup>3</sup>, закон о стимулировании инвестиций<sup>4</sup>.

1971—1972 гг. — открытие зон свободной торговли, привлечение долгосрочного капитала в промышленность, экспортоориентированные предприятия в свободных индустриальных (FIZ) и свободных коммерческих (FCZ) зонах<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Department of Statistics of Malaysia. <http://www.statistics.gov.my/>.

<sup>2</sup> По материалам: *Charette D. E.* Malaysia in the Global Economy. Crisis, Recovery and the Road Ahead. *New England Journal of Public Policy*, 2006; *Bartholomew M.* *Nyagetera.* Malaysian Economic Development: Some Lessons for Tanzania. 2001.

<sup>3</sup> Политика приведена в соответствие с требованиями ст. 8 соглашения МВФ (Article VIII of Agreement of IMF); Малайзия — член МВФ с 1958 г.

<sup>4</sup> Investment Incentives Act, Act 199, 1968 (в 1986 г. заменен законом Promotion of Investments Act, Act 327, 1986).

<sup>5</sup> FIZ (Free Industrial Zone) — модель промышленного кластера, экспортоориентированные предприятия получают льготное налогообложение и беспошлинный ввоз оборудования и сырья, FCZ (Free Commercial Zone) — модель свободной портовой коммерческой зоны. Первая FIZ — *Bayan Lepas* в Пинанге 1972 г.; с 2009 г. в Малайзии насчитывается 18 FIZs и 10 FCZ в различных штатах. См.: *Yeow Teck Chai and Ooi Chooi Im.* The Development of Free Industrial Zones — The Malaysian Experience, 2009; Free Trade Zones Act, Act 24, 1971.



## 6.2. Инвестиционная политика

1986 г. — Закон о содействии инвестициям<sup>1</sup>, разрешение 100%-ной иностранной собственности на предприятия.

1990 г. — отмена налога на доход от прироста капитала (capital gains tax) и удерживаемого налога на дивиденды (dividend withholding tax), фактически открытие потоков портфельных инвестиций. При этом сохранялись ограничения по исходящим потокам капитала<sup>2</sup>. С 1990 г. — стимулирование рынка акций, облигаций и прочих ценных бумаг внутренних эмитентов, открытие офшорного финансового центра на острове Лабуан. Либерализация счета капитала в Малайзии осуществлялась последовательно с приоритетом привлечения долгосрочных прямых инвестиций и жестким ограничением потоков краткосрочного спекулятивного капитала вплоть до 1994 г. Цель — предотвращение дестабилизации экономики во время роста. В 1994—1997 гг. — дальнейшее развитие финансового рынка, в том числе краткосрочного сегмента (см. п. 6.7).

1998 г. — пакет антикризисных мер, включавший временные ограничения по движению капитала, в том числе замораживание активов в ринггитах за рубежом, запрет на вывод средств и кредитование нерезидентов в национальной валюте (об антикризисных мерах см. п. 6.4 и 6.6).

2001—2005 гг. — возврат к докризисному режиму счета капитала, повторная либерализация и стимулирование иностранных инвестиций.

---

<sup>1</sup> Promotion of Investments Act, Act 327, 1986.

<sup>2</sup> Вплоть до 1997 г. подлежали валютному контролю: любые кредиты в ринггитах для нерезидентов независимо от суммы и цели, валютные кредиты объемом от 200 тыс. до 1 млн ринггитов. Также сумма кредита не должна была превышать 25 млн ринггитов. Любые исходящие из страны инвестиции в валюте подлежали одобрению Комитета иностранных инвестиций. См.: *Menon J. Macroeconomic Management Amid Ethnic Diversity: Fifty Years of Malaysian Experience / ADB Institute Discussion Paper No. 102, Appendix 1. 2008.*

## 6. Малайзия

### Прямые иностранные инвестиции, собственность нерезидентов

Таблица 6.2. Этапы в политике привлечения ПИИ в период «чуда» 1968—1990 гг.

Год	Устанавливающий нормативный акт	Меры стимулирования/ регулирования
1968	Закон о стимулировании инвестиций (Investment Incentives Act) <sup>1</sup>	<p>Запуск политики экспортоориентации, привлечение ПИИ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Налоговые каникулы для компаний «пионерного статуса»;</li> <li>• Налоговые льготы на инвестиции;</li> <li>• Освобождение от уплаты налогов за создание рабочих мест;</li> <li>• Налоговые послабления за создание предприятий в менее развитых регионах страны</li> </ul>
1975	Закон о промышленной координации (Industrial Coordination Act) <sup>2</sup>	<p>Умеренно-репрессивный, протекционистский вектор политики, с полным сохранением, однако, льготного режима Закона 1968 г.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— введено государственное лицензирование любых предприятий с более чем 25 работниками и/или более чем 100 000 М\$ (около 40 000 долл. США) годовой прибыли;</li> <li>— в предприятиях с участием иностранного капитала не менее 30% акций/долей должны принадлежать этническим малайцам</li> </ul>
1986	Закон о содействии инвестициям (Promotion of Investment Act) <sup>3</sup>	<p>Посткризисное (по результатам 1984—1986 гг.) стимулирование притока ПИИ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Разрешение 100%-ной иностранной собственности (отмена упомянутых в Законе о промышленной координации 30%) на предприятие в случае, если 80% его продукции экспортируется</li> <li>• Дополнительные налоговые льготы (увеличение периода налоговых каникул, смягчение требований для получения «пионерного статуса»);</li> <li>• Большая доступность кредитов малайзийских банков для иностранных инвесторов (льготная схема рефинансирования, льготное страхование);</li> <li>• Сохранение существующих льгот (в соответствии с Investment Incentives Act 1968)</li> </ul>

Год	Устанавливающий нормативный акт	Меры стимулирования/ регулирования
2001	Capital Market Masterplan Malaysia 2001	Посткризисное (по результатам 1997—1998 гг.) стимулирование притока инвестиций в целом. До 2005 г. постепенное восстановление докризисного режима счета капитала. Восстановление всех существовавших до кризиса льгот для нерезидентов (см. п. 6.3)

<sup>1</sup> Investment Incentives Act, Act 199, 1968 (repealed by the Promotion of Investments Act, Act 327, 1986).

<sup>2</sup> Industrial Coordination Act, Act 156, 1975 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).

<sup>3</sup> Promotion of Investments Act, Act 327, 1986 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).

В 1968 г. вступил в силу Закон о стимулировании инвестиций (Investment Incentives Act 1968). Закон 1968 г. опирался на прежний закон от 1958 г., являясь его логичным продолжением.

Либеральный вектор политики в отношении иностранных инвестиций с тех пор не менялся. Вместе с тем некоторые поправки все же вносились для того, чтобы интенсифицировать приток инвестиций в приоритетные для Малайзии отрасли — наукоемкие и капиталоемкие проекты, инновации. Размер налоговых льгот (см. п. 6.3) во многом зависел и зависит от ряда факторов — насколько приоритетно данное производство для экономики, каковы масштабы проекта и доля продукции, подлежащей экспорту, какова доля коренного населения в акционерном капитале компании.

В 1984—1986 гг. — «мини-кризис», падение экспортной выручки в результате снижения мировых цен на олово и пальмовое масло<sup>1</sup>. В ответ на смену Закону о промышленной координации от 1975 г. (Industrial Coordination Act) пришел Закон о содействии инвестициям 1986 г. (Promotion of Investment Act). Ранее проекты с участием иностранного капитала получали санкцию властей только в том случае, если 30% принадлежало коренному населению, однако в результате принятых мер проект мог быть на 100% ино-

<sup>1</sup> С 1984—1986 гг. падение малазийского индекса экспортных цен (Overall export price index) на 30%. Данные по индексу цен: Department of Statistics of Malaysia <http://www.statistics.gov.my/>.

## 6. Малайзия

странным в случае, если 80% продукции будет экспортироваться. Кроме того, были расширены налоговые льготы и доступность кредитных средств для экспортных отраслей, осуществлялась льготная схема рефинансирования и минимизация страховых премий при страховании экспортных кредитов.

Объем экспорта являлся главным показателем для определения допустимого уровня иностранного владения акционерным капиталом в отрасли/компаниях. Чем больше продукции отрасли экспортировалось, тем больше возможная доля иностранного участия. Следовательно, сфера деятельности иностранных компаний в Малайзии ограничивалась экспортоориентированными отраслями промышленности. Лишь в 1998 г. эти ограничения были отменены для того, чтобы возобновить и усилить приток ПИИ в страну.

В 1970 г. чистый приток прямых иностранных инвестиций составлял 94 млн долл. США, в 1990 г. — 2,6 млрд долл. США, в 2009 г. — 7,5 млрд долл. США (в % к ВВП см. табл. 6.3). ПИИ сыграли большую роль в развитии промышленности Малайзии и решении социально-политических задач страны.

Таблица 6.3. Чистый приток ПИИ в Малайзию, 1970—2013 гг.

Годы	1970	1990	2009	2013
Чистый приток прямых иностранных инвестиций, % ВВП	2,43	5,93	4,54	3,71

Источники: Данные IMF IFS (2010). <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>.

Чистый приток ПИИ (рассчитан как сумма показателей «Прямые инвестиции за границу (исходящие)» (Direct Investment Abroad, US dollars) и «Прямые иностранные инвестиции (входящие)» (Direct Investment in Reporting Economy, US dollars).

С момента принятия Закона о содействии инвестициям 1986 г. вклад иностранных компаний в общий объем промышленного производства увеличился с 33,4% в 1986 г. до 44,2% в 1999 г., а процент занятых в них, вырос с 30,3 до 38,1% за тот же период. Вследствие стремительного развития реального сектора Малайзия перестала быть страной с избыточным предложением рабочей силы и в начале 1990-х гг. столкнулась с нехваткой кадров. Из-за кадрового голода значительно возрос средний уровень заработных плат. Чистый приток ПИИ в Малайзию в течение 2001—2009 гг. находился

## 6.2. Инвестиционная политика

на относительно стабильном уровне с пиком в 2006—2007 гг. (4,9% ВВП в 2007 г.)<sup>1</sup>.

В 2009 г. в качестве мер посткризисного восстановления правительство смягчило ограничения в финансовом секторе и страховании: максимальная доля иностранных инвесторов в капитале инвестиционных банков, исламских банков, страховых компаний, такаул-компаний была повышена с 49 до 70%. Примерно в это же время была снижена обязательная доля коренного населения во владении акциями для компаний, акции которых котируются на бирже. Таким образом, требования к слияниям и поглощениям с иностранными компаниями упростились (см. в п. 6.7).

Политика активного привлечения ПИИ является ядром и неизменным приоритетом экономической политики с 1957 г. Именно прямые инвестиции сыграли ключевую роль в «малазийском чуде». Привлечение ПИИ по-прежнему остается одной из основных задач, особенно на фоне конкуренции стран ЮВА с Китаем и Индией<sup>2</sup>.

### Портфельные иностранные инвестиции

До конца 1980-х гг. портфельные инвестиции и краткосрочные капиталы не играли существенной роли в малазийской экономике в силу регулятивных ограничений притока спекулятивных денег и последовательной ориентации на привлечение ПИИ. Фактически они не были существенны ни в период первой волны «чуда» 1968—1980 гг., ни в период второй волны до 1988—1990 гг.

Открытие рынка для портфельных инвестиций в 1988—1990 гг. (отмена налога на доход от прироста капитала (*capital gains tax*) и удерживаемого налога на дивиденды (*dividend withholding tax*)<sup>3</sup> во многом произошло под давлением МВФ и Всемирного банка. Тем не менее это был осознанный и неизбежный шаг правительства Малайзии по встраиванию местного рынка капиталов и денежного рынка в мировую финансовую систему, хотя и ускоренный под влиянием международных организаций и основных торговых парт-

---

<sup>1</sup> Данные по занятости: Department of Statistics Malaysia. <http://www.statistics.gov.my/portal/index.php?lang=en>; данные по ПИИ IMF IFS (2010): <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>.

<sup>2</sup> См.: <http://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2013/204686.htm> — текущее состояние инвестиционного климата Малайзии.

<sup>3</sup> См.: Finance Act, Act 364, 1988.

## 6. Малайзия

неров. Банки региона активно наращивали обороты на притоке краткосрочных дешевых денег вплоть до кризиса 1997—1998 гг.<sup>1</sup>

В 1990—1997 гг. благодаря массивному притоку спекулятивных денег удалось сохранить среднегодовые темпы роста ВВП на уровне 6—7%, к 1988—1989 гг. начинавшие существенно замедляться<sup>2</sup>. В дальнейшем «нагрев» экономики был прерван азиатским кризисом 1997—1998 гг.

Пакет антикризисных мер 1998 г. включал жесткие ограничения в сфере портфельных инвестиций, в частности:

- годовой запрет на вывод средств от торговли ценными бумагами с депозитов у брокеров, открытых в ринггитах,
- получение разрешения на конвертацию средств на депозитах в ринггитах в валюту на зарубежных счетах (не касалось доходов от ПИИ, заработанных иностранцами с разрешениями на работу и видом на жительство в Малайзии),
- получение разрешения на любые инвестиции за рубеж для резидентов.

Идеология и лейтмотив пакета антикризисных мер: «не пустить» ни одного лишнего ринггита за рубеж, в каком бы виде эти деньги ни существовали на тот момент в экономике (см. п. 6.4 и 6.6).

Начиная с 2001 г. в соответствии с планом (Capital Market Masterplan Malaysia 2001), разработанным малазийской комиссией по ценным бумагам (Securities Commission Malaysia), последовательно отменялись ограничения по счету капитала для постепенного посткризисного восстановления фондового и валютного рынков. Однако введенная в 1998 г. жесткая привязка курса ринггита к доллару США была отменена BNM лишь в 2005 г. (см. п. 6.6).

В результате чистый приток портфельных инвестиций оказался в 2000-е гг. еще выше, чем в 1990—1999 гг. Их объем в 2008 г. достиг максимума и в 23 раза превысил показатели 2000 г.<sup>3</sup>

Отличительной особенностью портфельных инвестиций стала их возросшая волатильность. С 2004 г. отмечались резкие колеба-

---

<sup>1</sup> См.: *Charette D. E.* Malaysia in the Global Economy. Crisis, Recovery and the Road Ahead. New England Journal of Public Policy, 2006; *Dr. Azali Mohamed.* The Malaysian economy and the monetary policy. A Historical Review / Universiti Putra Malaysia (UPM). Free Lecture Notes, 2001.

<sup>2</sup> См.: IMF IFS Data. <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>.

<sup>3</sup> Данные IMF IFS 1957—2011, Portfolio Investment, Net acquisition of financial assets.

ния объемов в ответ на изменения конъюнктуры мирового финансового рынка. Тем не менее благодаря хорошим экономическим показателям Малайзии и быстрому восстановлению после азиатского кризиса 1997 г. суммарный чистый приток портфельных инвестиций с 2004 г. по первую половину 2008 г. составил 54 млрд ринггитов (17,7 млрд долл. США, или около 6% среднегодового ВВП за тот же период)<sup>1</sup>.

Волна притока спекулятивного капитала в 2005 г. была вызвана ожиданиями повышения курса ринггита, связанными с введением его плавающего курса в июле 2005 г. И наоборот, внешние факторы привели к оттоку капитала после 2005 г. Среди них можно упомянуть и ожидания роста инфляции в мировой экономике в 2006 г., обвал шанхайского фондового рынка в феврале 2007 г. и неуверенность инвесторов, связанную с «плохими» ипотечными кредитами в США в том же году<sup>2</sup>.

В результате мирового финансового кризиса 2008—2009 гг. в период между второй половиной 2008 г. и первой половиной 2009 г. чистый отток портфельных инвестиций из экономики Малайзии составил 111 млрд ринггитов (36,4 млрд долл. США, или около 14% ВВП 2008 г.)<sup>3</sup>.

Однако на этот раз жесткие меры изоляции рынка, аналогичные мерам 1998 г., не вводились. Как упоминалось (п. 6.1), антикризисные пакеты были сконцентрированы на поддержании внутреннего спроса и ликвидности финансового сектора (прежде всего, банков). В свете благоприятных прогнозов роста экономики региона, нормализации глобальных финансов начиная со второй половины 2009 г. приток инвестиций стал постепенно восстанавливаться.

Резюме малазийского опыта привлечения портфельных инвестиций: приток портфельных инвестиций в 1988—1997 гг. стал важным фактором волатильности, оказывающим как стимулирующее, так и дестабилизирующее влияние на обменный курс валюты, финансовый рынок и реальный сектор Малайзии. Портфельные инвестиции использовались Малайзией для поддержания существовавших на конец 1980-х гг. темпов экономического роста, но никак

---

<sup>1</sup> Данные IMF IFS 1957—2011, Portfolio Investment, Net acquisition of financial assets.

<sup>2</sup> См.: *Mahyudin Ahmad*. The Effect of Financial Deregulation on Money Demand in Malaysia. Universiti Teknologi MARA, 2008.

<sup>3</sup> Данные IMF IFS 1957—2011, Portfolio Investment, Net acquisition of financial assets.

## 6. Малайзия

не для запуска «экономического чуда». Локомотив «чуда» — экспортоориентированные предприятия. Эти предприятия к моменту допуска портфельных инвестиций уже развивались в течение 15—20 лет, став основой реального сектора. Надстройка в виде портфельного капитала нерезидентов появилась как дополнение и инструмент «подогрева» уже созданной экспортной экономики. После «репрессирования» счета капитала во время кризиса Малайзия вошла в нормальный режим активного привлечения инвесторов любого типа, в котором остается по сей день.

### Норма накопления

В период «экономического чуда» норма накопления и норма сбережений находились на повышенных уровнях. В 1991—1995 гг. средняя норма накопления была выше 40% (табл. 6.4). Имела место политика «разгона» экономики с постоянным ростом как нормы накопления, так и нормы сбережений.

Таблица 6.4. Показатели нормы накопления и сбережений в Малайзии, средние значения по пятилеткам с 1971—2005 гг.

Показатель	1971—1975	1976—1980	1981—1985	1986—1990	1991—1995	1996—2000	2001—2005	2006—2010
Валовые сбережения к ВВП, %:								
Частный сектор	18,4	22,7	18,1	21,9	16,6	22,4	21,0	н/д
Государственный сектор	2,4	7,3	9,0	9,1	17,4	17,1	15,3	н/д
Итого	20,8	30,0	27,1	31,0	34,0	40,1	36,3	39,3
Валовое накопление основного капитала к ВВП								
Частный сектор, %	16,5	17,1	18,3	18,7	26,7	22,8	9,6	н/д
Государственный сектор	7,8	10,3	17,3	11,1	14,1	12,6	14,0	н/д
Итого	24,4	27,4	35,6	29,8	40,8	33,6	23,6	25,2

Источник: Валовое накопление основного капитала (Gross Fixed Capital Formation, Nominal, National Currency); ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — данные IMF IFS, BNM Annual Reports.



### 6.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Валовые сбережения — на основе показателя валовые сбережения в процентах от ВВП (Gross Savings, % of GDP) (рассчитывается как валовый национальный доход за вычетом совокупного потребления плюс чистые трансферты) (с 1972 г.) — данные World Bank Database, BNM Annual Reports.

Высока степень участия государства, временами его вклад в норму накопления (например, 1981—1985 гг.) имел ключевое значение. Инвестиционный бум 1981—1985 гг. подогревался преимущественно государственными средствами, что отражает крупные контрциклические траты правительства, в частности инвестирование в проект НИСОМ (государственное субсидирование тяжелой промышленности). Частный сектор, в свою очередь, играл стабильно важную роль.

Как и в других экономиках «чуда», норма накопления вышла на уровни более 30% (в сравнении с 23—24% и ниже в стабильных экономиках). Повышенная норма в 1976—2000 гг. тем более заметна, что наблюдалось ее снижение в первом десятилетии XXI в.

### 6.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

Малайзия остается страной с относительно низким уровнем налогов, которые составляют около 16% ВВП<sup>1</sup>. Две трети налоговых сборов приходится на прямые налоги, половина из которых — налог на прибыль корпораций.

В Малайзии имело место постепенное ослабление налогового бремени на протяжении 40 лет (табл. 6.5).

Таблица 6.5. Этапы предоставления налоговых льгот в период «чуда» 1968—1990 гг.

Год	Устанавливающий нормативный акт	Меры стимулирования/ регулирования
1968	Закон о стимулировании инвестиций (Investment Incentives Act) <sup>1</sup>	• Налоговые каникулы для компаний «пионерного статуса» — налоговые каникулы по налогу на прибыль 2—8 лет в зависимости от первоначального капитала компании, дивиденды исключаются из налогооблагаемой базы (см. табл. 6.6);

<sup>1</sup> Расчеты за 2012—2013 гг. Department of Statistics Malaysia. <http://www.statistics.gov.my/portal/index.php?lang=en>.

Год	Устанавливающий нормативный акт	Меры стимулирования/ регулирования
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Освобождение от уплаты налогов за создание рабочих мест;</li> <li>• Налоговые послабления (без временных ограничений) за создание предприятий в менее развитых восточных регионах Сабах (Sabah), Саравак (Sarawak)</li> </ul>
1971	Закон о зонах свободной торговли (Free Trade Zones Act) <sup>2</sup>	Полное освобождение компаний в свободных зонах от таможенных пошлин, акцизов, налога с продаж (sales tax), налога на услуги (service tax)
1986	Закон о содействии инвестициям (Promotion of Investment Act) <sup>4</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличение максимального периода налоговых каникул до 10 лет (дважды по 5 лет, включая дополнительный период extended tax relief), смягчение требований для получения «пионерного статуса» — возможность получения полного освобождения от налогов на льготный период от 2 до 10 лет (ранее только налог на прибыль);</li> <li>• Сохранение существующих льгот (в соответствии с Investment Incentives Act 1968);</li> </ul> <p>Разрешение 100%-ной иностранной собственности (отмена установленных в Законе о промышленной координации 30%<sup>3</sup>) на предприятие в случае, если 80% его продукции экспортируется</p>
1988	Закон о финансах (Finance Act) <sup>5</sup>	Отмена налога на доход от прироста капитала (capital gains tax) и удерживаемого налога на дивиденды (dividend withholding tax), открытие потоков портфельных инвестиций
1990	Закон о зонах свободной торговли (Free Trade Zones Act) <sup>6</sup> Закон об офшорных банках (Offshore Banking Act) <sup>7</sup>	<p>Модификация закона о свободных зонах 1971 г. Сохранение существующих льгот, возможность открытия офшорных финансовых центров;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Инициативы для НИОКР;</li> <li>• Инициативы по обучению и развитию;</li> <li>• Дотации на развитие инфраструктуры (см. табл. 6.6)</li> </ul>

<sup>1</sup> Investment Incentives Act, Act 199, 1968 (repealed by the Promotion of Investments Act, Act 327, 1986).

<sup>2</sup> Free Trade Zones Act, Act 24, 1971.

<sup>3</sup> Industrial Coordination Act, Act 156, 1975 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).

### 6.3. Налоговая нагрузка, налоговый режим, стимулирующий сверхбыстрый рост

<sup>4</sup> Promotion of Investments Act, Act 327, 1986 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).

<sup>5</sup> Finance Act, Act 364, 1988.

<sup>6</sup> Free Trade Zones Act, Act 438, 1990.

<sup>7</sup> Offshore Banking Act, Act 443, 1990.

Путем постепенного дополнения (но не отмены) различных льгот в Малайзии к 2014 г. сложился пакет мер налогового стимулирования ПИИ.

Таблица 6.6. **Основные налоговые меры, стимулирующие капиталовложения в производственном секторе**

Налоговая инициатива	Налоговые льготы
Пионерный статус (Pioneer status)	Освобождение от налога на прибыль на пять лет (для высокотехнологичных компаний и компаний, включенных в «Инициативу для укрепления производственных связей» (Industrial Linkage Scheme)). Льгота по налогу на прибыль — 30% для менее экономически развитых восточных регионов Сабаха (Sabah), Саравака (Sarawak), свободной экономической зоны — острова Лабуан (Labuan), Экономического региона восточного побережья (East Coast Economic Region, ECER)
Льготный налог на прирост стоимости капитала (Capital gains tax)	Снижение налога на 60% (80% для Сабаха, Саравака, Лабуана и Экономического региона восточного побережья), на капиталовложения, совершенные в течение пяти лет с начала существования компании. Льгота распространяется на 70% (100% для компаний, зарегистрированных в Сабахе, Сараваке, Лабуане и восточном регионе, а также для высокотехнологичных компаний) прибыли в первый год работы. Неиспользованная часть льготы может переноситься на следующие периоды до тех пор, пока вся сумма не будет использована полностью. Другие меры предлагаются для компаний, специализирующихся на НИОКР: льгота в размере 100% для предприятий, занимающихся НИОКР и тренинговой деятельностью (50% для компаний, занимающихся внутренними НИОКР), на капиталовложения, совершенные в течение 10 лет с начала существования компании
Льготы по реинвестированию	Снижение налога на 60% на прирост стоимости капитала. Льгота распространяется на 70% (100% для компаний, зарегистрированных в Сабахе, Сараваке, Лабуане и Экономическом регионе восточного побережья, а также для высокотехнологичных компаний) прироста стоимости за пер-

Налоговая инициатива	Налоговые льготы
	<p>вый год работы. Неиспользованная часть льготы может переноситься на следующие периоды до тех пор, пока вся сумма не будет использована полностью.</p> <p>После истечения срока предоставления льготы по reinvestированию компании могут претендовать на ускоренную амортизацию (40% — стандартная норма амортизации, 20% — дополнительная, при максимальной норме полное списание капиталовложений возможно в течение трех лет)</p>
Льготы на изменение производства в соответствии с требованиями рынка	Налоговые льготы предоставляются производственным предприятиям на реорганизации, реконструкции и слияния внутри сектора, позволяющие достичь самоокупаемости производства, улучшающие технологии, увеличивающие продуктивность и обеспечивающие эффективное использование трудовых и прочих ресурсов
Инициатива для укрепления производственных связей (Industrial Linkages Scheme): инициативы для поставщиков высокотехнологичной промышленности	<p>Программа стимулирования малого и среднего бизнеса.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• пионерный статус или льготный налог на прирост стоимости капитала вместе с полным освобождением от налога на прибыль (corporate tax) в течение пяти лет;</li> <li>• последующий вычет расходов из налога на прибыль (corporate tax), понесенных в ходе повышения квалификации персонала и разработки продукции</li> </ul>
Инициативы для экспорта	Удвоенные вычеты расходов по продвижению экспорта, стоимости перевозки грузов, премий при страховании экспортных кредитов. Занижение стоимости промышленных зданий (для целей налогообложения по налогу на имущество), схема рефинансирования экспортных кредитов
Инициативы для продвижения малазийских торговых марок	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Удвоенные вычеты расходов, связанных с размещением местной рекламы;</li> <li>• Выплата профессиональных вознаграждений компаниям, продвигающим малазийские фирменные знаки</li> </ul>
Инициативы по обучению и развитию: <ul style="list-style-type: none"> <li>• обучение до поступления на работу;</li> <li>• двойные вычеты для расходов на переаттестацию;</li> <li>• фонд по развитию кадровых ресурсов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Единоразовый вычет из налога на прибыль расходов по обучению и развитию, понесенных до образования предприятия;</li> <li>• Удвоенные вычеты на расходы, понесенные на повышение квалификации сотрудников при их обучении в сертифицированных тренинговых организациях</li> </ul>

#### 6.4. Денежно-кредитная, процентная политика

Окончание табл. 6.6

Налоговая инициатива	Налоговые льготы
Дотации на развитие инфраструктуры	Компаниям, работающим в производственном секторе или сфере услуг в Восточной Малайзии, предоставляется 100%-ная дотация на расходы по развитию инфраструктуры
Инициативы для НИОКР	Предоставление пионерного статуса со 100%-ным освобождением от налога на прибыль пять лет или нулевой налог на прирост стоимости капитала на 100% капитальных затрат в течение 10 лет

Источники: Уточненные данные IFS Data. World Bank и статистического департамента Малайзии <http://www.statistics.gov.my/portal/index.php?lang=en>; *Khoo Boo Teik. Country Study: Malaysia, Policy Regimes and the Political Economy of Poverty Reduction in Malaysia* / United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), 2010; Deloitte international tax 2010—2014. <http://www2.deloitte.com/global/en/pages/tax/articles/global-tax-alerts.html>; KPMG Country Tax Profile 2010—2014; *Tanzi V., Shome P. The Role of Taxation in the Development of East Asian Economies*. University of Chicago Press, 1992.

#### 6.4. Денежно-кредитная, процентная политика

С создания Центрального банка (BNM) в 1959 г. двумя главными приоритетами денежно-кредитной и процентной политики являются создание и развитие финансовой инфраструктуры как таковой<sup>1</sup>, контроль инфляции.

В 1978 г. приоритеты несколько изменились. Ими стали экономический рост в сочетании со стабильностью цен и курса национальной валюты.

Изменения и этапы денежно-кредитной и процентной политики в Малайзии в период ее становления в 1959—1991 гг. представлены в табл. 6.7.

Таблица 6.7. **Этапы денежно-кредитной и процентной политики в Малайзии в период 1959—1991 гг.**

Год	Меры стимулирования/ регулирования
1959—1971	Контроль инфляции, ограничения ликвидности

<sup>1</sup> См.: «As an additional object of the Central Bank of Malaysia, the CBA (Central bank of Malaysia) is amended to provide for the promotion of reliable and efficient financial infrastructure, as well as operation of national payment and settlement systems, Bank Negara Malaysia («BNM») (Section 4)», Central Bank of Malaysia Act 1958.

## 6. Малайзия

Окончание табл. 6.7

Год	Меры стимулирования/ регулирования
1971—1973	Ставки по депозитам и доходность по краткосрочным государственным облигациям определялись исключительно рынком
1973	«Репрессирование», возврат к применению потолков процентных ставок
1978	Дерегулирование внутренних процентных ставок, коммерческие банки получили право свободно назначать ставки по кредитам и депозитам
1983	«Репрессирование». Введена базовая ставка кредитования, BLR (Base Lending Rate), отличная от учетной ставки BNM, банки обязаны были привязывать свои кредитные ставки к BLR. Частичная отмена дерегулирования 1978 г.
1983—1984	Внедрение исламских финансов. Закон об исламских банках (Islamic Banking Act 1983), Закон об исламском страховании, такафул (Takaful Act, 1984)
1987	Ключевую роль в монетарном регулировании приобретают операции на открытом рынке: покупка/продажа государственных ценных бумаг и бумаг BNM
1989	Закон о банках и финансовых организациях (Banking & Financial Institutions Act, BAFIA), окончательно закрепивший понятия банков и небанковских кредитных организаций и в деталях регулирующий деятельность всех типов подобных организаций
1991	Повторное дерегулирование внутренних процентных ставок, отмена BLR
1994—1997	Интервенции на открытом рынке, умеренное ограничение ликвидности коммерческих банков, повышенная учетная ставка
1998	Антикризисные меры: понижение учетной ставки, снижение нормы обязательного резервирования, жесткие ограничения оттока ринггитов за рубеж, поддержание ликвидности банков, реорганизация банковского сектора (см. п. 6.4, 6.6)

Источники: *Dr. Azali Mohamed*. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review / Universiti Putra Malaysia (UPM), Free Lecture Notes, 2000; *Mahyudin Ahmad*. The Effect of Financial Deregulation on Money Demand in Malaysia. Universiti Teknologi MARA, 2008; Economic Planning Unit, National Economic Recovery Plan: Agenda for Action / Prime Minister's Department, Kuala Lumpur, 1998.

На рис. 6.1 представлена схема основных целей и инструментов денежно-кредитной политики BNM в период до и после 1978 г. с учетом политики регулирования процента.

С 1959 г. в Малайзии применялась традиционная политика в области учетной ставки ЦБ. Имеется в виду стандартная контрциклическая политика замораживания ликвидности в моменты «перегрева» финансового сектора, торможения бегства капитала в моменты финансовых шоков и понижения ставки в посткризисные периоды для стимулирования роста (табл. 6.8).

Резкое повышение учетной ставки BNM для отбора излишней ликвидности при «разогреве» экономики осуществлялось в 1989—1990 гг., 1995—1996 гг. В 1997—1998 гг. рост учетной ставки служил попытке остановить бегство капитала во время азиатского и российского финансовых кризисов.

Примеры стимулирующего посткризисного снижения ставки наблюдались в периоды 1986—1987 гг. и 1999—2000 гг.

Новация в кризис 2008—2009 гг. — снижение (вместо повышения) учетной ставки BNM вслед за ставками ФРС США и ЕЦБ.

Параллельно осуществлялись изменения нормы обязательных резервов с целью регулировать ликвидность банковского сектора. Норма последовательно повышалась в 1959, 1965, 1969 гг. и далее вплоть до 1974 г.

После нефтяного кризиса 1973 г. возникла обратная тенденция. Центральный банк Малайзии год за годом снижал норму резервирования, стимулируя рост ликвидности и ускорение экономики. Она падала вплоть до следующего перегрева в начале 1990-х гг.

В 1989—1996 гг. — вновь рост нормы резервирования, попытка поставить под контроль ликвидность банков. За ней последовала политика длинного, стимулирующего снижения нормы резервирования в 1998—2010 гг. (время роста и кризисов).

Особые формы приобрела денежно-кредитная политика в 1997—1998 гг. в качестве антикризисной, находящейся в составе широкого пакета мер<sup>1</sup>.

До сентября 1998 г., как и другим странам Юго-Восточной Азии, Малайзии предлагалось бороться с кризисом, следуя рекомендациям МВФ. Краткая суть рекомендаций: плавающий курс

---

<sup>1</sup> См.: *Charette D. E. Malaysia in the Global Economy. Crisis, Recovery, and the Road Ahead*, 2003; *Johnson S., Kochhar K., Mitton T., Tamirisa N. Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions*. University of Chicago Press, 2007.

## 6. Малайзия

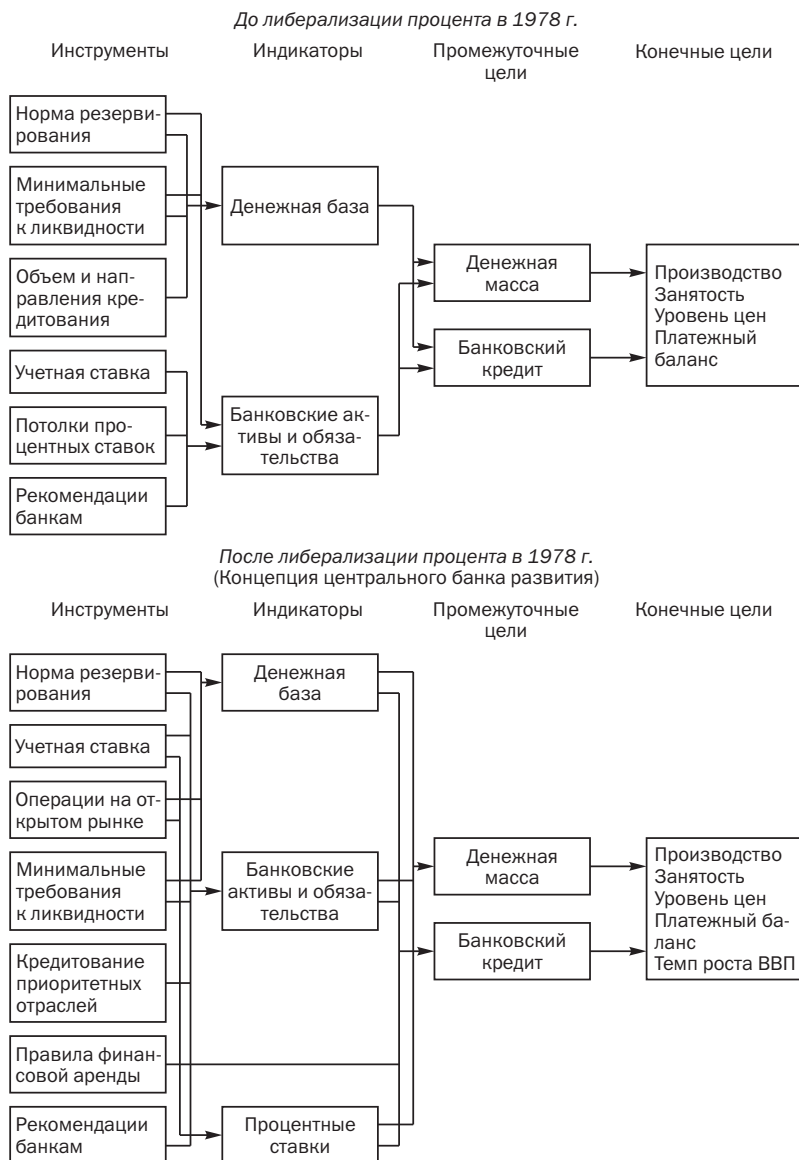


Рис. 6.1. Цели и инструменты денежно-кредитной политики до и после 1978 г.

Источники: Основное содержание схемы см.: *Dr. Azali Mohamed. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review / Universiti Putra Malaysia (UPM). Free Lecture Notes. 2000. P. 52, 57.*



Таблица 6.8. Учетная ставка ВММ среднегодовая (Discount rate), %, 1959—2014 гг.

1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
3,0	4,0	5,0	4,0	4,0	5,0	5,0	5,0	5,5	4,0	4,0	5,1	4,3	3,8
1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	<b>1986</b>
3,8	4,9	5,0	4,4	3,6	4,2	3,5	4,5	4,5	5,1	5,2	5,1	4,1	<b>3,9</b>
<b>1987</b>	1988	<b>1989</b>	<b>1990</b>	1991	1992	1993	<b>1994</b>	<b>1995</b>	1996	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	2000
<b>3,2</b>	4,1	<b>4,9</b>	<b>7,2</b>	7,7	7,1	5,2	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	7,3	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	3,6
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	<b>2008</b>	<b>2009</b>	2010	2011	2012	2013	2014
3,1	3,0	3,1	2,7	2,7	3,2	3,7	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	2,4	2,8	3,0	3,0	3,0

Источники: Данные ВММ 1997—2013. [http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=bnm\\_publication\\_catalogue&pg=bnm\\_publication\\_msb&month=2014&lang=en](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=bnm_publication_catalogue&pg=bnm_publication_msb&month=2014&lang=en). Данные IMF IFS Data 1959—1996. <http://elibrary-data.imf.org/finddatareports.aspx?d=33061&e=169393>. Полу жирным выделены годы наиболее резких изменений ставки (более чем на 1,5% в абсолютном выражении).

Таблица 6.9. Норма обязательного резервирования BNM (Statutory reserve requirements SRR), %, 1959—1998 гг.

1959	1965	1969	1972	1974	1975	1976	1978	1985	1985	1986
январь. 2,5; декабрь. 4,0	3,5	5	8,5	10	8,5	6	5	4	4	февраль. 4,0; октябрь. 3,5
1986	1989	1990	1991	1992	1994	1996	1998	2008	2009	2011
февраль. 4,0; октябрь. 3,5	январь. 3,5; май 4,5; октябрь. 5,5	6,5	7,5	8,5	9,5; июль 11,5	12,5; июнь 13,5	10; июль 8; сентябрь. 4	3,5	2; март 1	4

Источники: Dr. Azali Mohamed. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review, Universiti Putra Malaysia (UPM), Free Lecture Notes, 2000; Данные IMF IFS Data 1959—1994 <http://elibrary-data.imf.org/finddatareports.aspx?d=33061&e=169393>. Включены только годы изменений нормы обязательного резервирования. Полуторным показаны годы наиболее резких изменений нормы.

#### 6.4. Денежно-кредитная, процентная политика

национальной валюты; отсутствие ограничений на счет капитала; повышение учетных ставок для борьбы с инфляцией и укрепления доверия инвесторов; минимум государственной помощи банкам и проблемным компаниям; снятие ограничений на право нерезидентов владеть собственностью; приватизация государственной собственности; сокращение или отмена государственных субсидий.

Малайзия отказалась от следования рекомендациям МВФ. С сентября 1998 г. введен собственный пакет антикризисных мер<sup>1</sup>:

- фиксированный официальный обменный курс;
- жесткие меры регулирования/ограничения вывоза национальной валюты за рубеж;
- стимулирование репатриации малайских активов в ринггитах и иностранной валюте (до 1 января 1999 г.);
- ограничение права нерезидентов оперировать с малазийскими ценными бумагами;
- снижение учетной ставки и ставки корпоративного налога;
- массовый выкуп и реструктуризация проблемных долгов банков и предприятий специально созданными государственными агентствами.

В 1998 г. были созданы новые институты по урегулированию кризиса. Важнейшие из них — «Данахарта» (Pengurusan Danaharta Nasional Berhad или Danaharta), «Данамодал» (Danamodal Nasional Berhad или Danamodal), Комитет по реструктуризации корпоративных долгов (Corporate Debt Restructuring Committee, CDRC). В июле 1998 г. Правительство образовало агентство по управлению ненадежными долгами — «Данахарта». Целью «Данахарты» был выкуп просроченных долговых обязательств в целях снятия долгового бремени с банков. Оно скупило у банков примерно половину их проблемных долгов по рыночным ценам (примерно 54% от их номинала). К концу 2000 г. «Данахарта» выкупила долговые обязательства на сумму 42 млрд ринггитов. Впоследствии, еще до прекращения деятельности агентства (2005 г.), банки выкупили эти долги. Такова была реальная помощь правительства финансовым институтам страны в трудное для них время (для сравнения, правительство Таиланда лишь в 2001 г. создало структуру, аналогичную «Данахарта»). Агентство «Данамодал» было создано при Центральном банке Малайзии. Его цель состояла в помощи финансовым институтам, пострадавшим от кризиса. К середине

---

<sup>1</sup> См.: Economic Planning Unit, National Economic Recovery Plan: Agenda for Action / Prime Minister's Department, Kuala Lumpur, 1998.

## 6. Малайзия

1999 г. «Данамодал» вложил свыше 7,5 млрд ринггитов в проблемные банки, что убергло их от банкротства. На сегодняшний день большинство банков расплатилось с агентством. CDRС был создан как форум должников и кредиторов из числа представителей крупного бизнеса с целью достижения договоренностей между ними о реструктуризации долгов. Комитет решил проблемы более чем 30 крупных компаний.

Важнейшим обстоятельством являлось то, что сумма международных обязательств страны в кризис не превысила накопленные золотовалютные резервы. В отличие, например, от Таиланда, это позволило не принимать пакет стабилизационных мер МВФ в обмен на кредиты, а справляться своими силами.

Ситуация 1998 г. объясняет дальнейшую политику Малайзии в области резервов в 2000-е гг. Так, в первое десятилетие XXI в. международные резервы существенно увеличились. Положительное сальдо по текущему счету, превышающее дефицит по финансовому счету, стало причиной увеличения международных резервов в 2001—2008 гг. Значительный приток портфельных инвестиций с 2004 г. по первую половину 2005 г. привел к впечатляющему увеличению международных резервов Малайзии со 168 млрд ринггитов (44,2 млрд долл. США) по состоянию на конец 2003 г. до 297,1 млрд ринггитов (78,2 млрд долл. США) к июлю 2005 г. Объем международных резервов в июне 2008 г. достиг максимального значения в 410,9 млрд ринггитов (125,8 млрд долл. США). К кризису 2009 г. данные накопленные резервы позволили Правительству Малайзии дополнительно субсидировать пострадавшие государственные предприятия, а ВNM поддерживать стабильную ликвидность коммерческих банков<sup>1</sup>. Была создана «подушка безопасности», сыгравшая свою роль в кризисе 2008 г.

### 6.5. Банки и небанковские финансовые институты

В 1970—1990 гг. осуществлялись последовательные реформы малазийской банковской системы. В результате из классических банков, ориентированных на прием депозитов и выдачу кредитов, конструировались комплексные структуры, встроенные в мировую финансовую систему и обслуживающие инвестиционные капиталы.

---

<sup>1</sup> Данные IMF IFS 1957—2011, Reserves and related items.

## 6.5. Банки и небанковские финансовые институты

В 1959 г. из существующих 26 коммерческих банков только восемь были малазийскими, остальные 18 банков были иностранными. В 1993 г. данное соотношение было уже 21 к 16<sup>1</sup>.

С точки зрения приоритетных направлений кредитования 1970—1990 гг. общий объем кредитования по секторам менялся следующим образом<sup>2</sup>:

- промышленность — рост примерно на 20% в год,
- строительство и покупка недвижимости — рост в среднем на 25% в год,
- сельское хозяйство — падение (доли в общем объеме кредитования) с 11% в 1970 до 4,9% в 1990 г.

Таблица 6.10. **Этапы структурирования банков и небанковских финансовых институтов Малайзии, 1959—2005 гг.**

Год	Структурные меры
1959	Закон о центральном банке (Central Bank of Malaysia Act 1958 (Act 519))
1960	Создан первый финансовый институт развития (DFI): Malaysian Industrial Development Finance Berhad (MIDF)
1963	Закон о кредитовании (Loan (Advance Deposits) Act 1963 (FM Act № 31 of 1963))
1980	Закон о пенсионном обеспечении <sup>1</sup> (Pensions Act), упорядочение деятельности пенсионных фондов <sup>2</sup>
1983—1984	Внедрение исламских финансов. Закон об исламских банках (Islamic Banking Act 1983), Закон об исламском страховании, Такафул (Takaful Act, 1984)
1989	Закон о банках и финансовых организациях (Banking & Financial Institutions Act, BAFIA), окончательно закрепивший понятия банков и небанковских кредитных организаций и в деталях регулирующий деятельность всех типов подобных институтов
2002	Закон о финансовых институтах развития DF13 (Development Financial Institutions Act), упорядочение деятельности государственных банков развития

<sup>1</sup> Pensions Act, Act 277, 1980 (в редакции 2006 г.).

<sup>2</sup> Пенсионные и сберегательные фонды (кассы) существовали в Малайзии с колониальных времен 1940—1950 гг.

<sup>1</sup> См.: *Dr. Azali Mohamed*. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review.

<sup>2</sup> BNM. Annual Report. 1990. P. 77.

## 6. Малайзия

<sup>3</sup> Development Financial Institutions Act, Act 618, 2002.

Источник: *Dr. Azali Mohamed*. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review, Universiti Putra Malaysia (UPM), Free Lecture Notes, 2000.

Законодательно классифицированы в упомянутом Законе о банках и финансовых организациях (Banking & Financial Institutions Act, BAFIA):

- финансовые институты развития (Development Financial Institutions, DFI),
- инвестиционные (торговые) банки (Investment & Merchant Banks), в основном исламские;
- пенсионные фонды и страховые компании, включая офшорные страховые компании (Pensions & Provident Funds);
- финансовые посредники: лизинговые, факторинговые компании, учетные палаты (Discount Houses)<sup>1</sup>, строительные кооперативы (Building Societies), венчурные фонды<sup>2</sup>.

В 1960—1992 гг. доля активов всего финансового сектора под управлением небанковских институтов в среднем колебалась в районе 30%; 6% активов находится в пенсионных фондах.

В 1998 г. Малайзия в процессе посткризисной перестройки финансового сектора не ликвидировала ни одного банка. Вместо этого финансовый сектор был реформирован. Издержки реструктуризации банков составили 18% ВВП<sup>3</sup>.

Реформирование включало в себя<sup>4</sup>:

— слияние и поглощение финансовых институтов. В 1998 г. из 39 коммерческих и инвестиционных банков посредством слияния были образованы восемь банков. В начале 2000 г. в процессе слияния из 54 финансовых учреждений сформированы 10 крупных банков;

— скупку необслуживаемых долгов. «Данахарта» (см. п. 6.4) выкупила практически весь объем плохих долгов банковского сектора,

---

<sup>1</sup> Вексельные учетные палаты существовали в Малайзии с 30-х гг. XX в. К 2000-м гг. большинство подобных структур развились в полноценные инвестиционные банки (Investment Banks).

<sup>2</sup> На основе материалов Act 372, Banking & Financial Institutions Act of Malaysia, 1989 и данных BNM 1997—2013 [http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=bnm\\_publication\\_catalogue&pg=bnm\\_publication\\_msb&mth=2&yr=2014&lang=en](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=bnm_publication_catalogue&pg=bnm_publication_msb&mth=2&yr=2014&lang=en).

<sup>3</sup> См.: *Пу Г., Ох С.* В глаза азиатского финансового водоворота: реформы банковского сектора Азиатско-Тихоокеанского региона / Рост вызовов в Азии: исследование финансовых рынков. Азиатский банк развития. 2000. № 1. С. 49—106.

<sup>4</sup> См.: *Намбияр Ш.* Малайзия и глобальный кризис: влияние, противодействие и восстановление баланса / Рабочая книга Азиатского банка развития. 2009. № 148. С. 23.

истратив на это 42 млрд ринггитов (около 16% ВВП 1998 г.). В первую очередь «Данхарта» скупала проблемные долги промышленных предприятий и естественных монополий, имеющих стратегическое значение. К марту 1999 г. были выкуплены долги практически всех инфраструктурных и промышленных корпораций;

— снижение нормы резервирования с 6 до 4%;

— изменение стандартов банковской деятельности, включавшее:

а) корректировку классификации долгов, направленную на своевременное диагностирование проблемы: снижение периода, по истечении которого кредит признается не обслуживаемым — с шести до трех месяцев, для субстандартных кредитов (substandard loan), не превышающих 1 млрд ринггитов, — с шести до трех месяцев, для сомнительных кредитов (doubtful loan) — с 12 до шести месяцев, для безнадежных долгов (loss loan) — с 24 до 12 месяцев;

б) временную отмену 20%-ного обеспечения субстандартных кредитов и др.

С 1983 г. особенностью малазийской банковской системы стала растущая роль исламских финансов. Как известно, банковская система на принципах исламской экономики не предполагает формального взимания ссудного процента. Считается, что она перераспределяет банкира на совместное с клиентом участие в различных инвестиционных проектах. По законам шариата деньги не являются товаром и, следовательно, требовать уплаты за их предоставление в долг (риба/riba) считается нарушением норм исламской морали, исламская кредитная система основывается на принципе разделения прибыли от инвестиций между кредитором и заемщиком. Таким образом, запрещен классический ссудный процент (ростовщичество). Два основных вида разрешенных кредитных операций: мудараба (Mudarabah) — финансовая компания привлекает ресурсы на депозитные счета и вкладывает их в различные проекты в обмен на строго оговоренную долю прибыли; если дело принесло убытки, то потери несет только заемщик; Мушарака (Musharaka) — инвесторы осуществляют капиталовложения и делят между собой полученные прибыли или убытки в соответствии с размером пая каждого участника. До 1983 г. и официального принятия Закона об исламских банках<sup>1</sup> в стране существовали лишь паломнические сберегательные фонды. С 1983 г. доля исламских

<sup>1</sup> Islamic Banking Act, Act 276, 1983.

## 6. Малайзия

банков в экономике неуклонно росла. Ниже представлена хронология развития исламских финансов в Малайзии<sup>1</sup>.

1969 г. — возникновение паломнических сберегательных фондов;

1983 г. — принятие Закона об исламских банках, открытие первого исламского банка<sup>2</sup>;

1984 г. — принятие Закона об исламском страховании, появление первого исламского страховщика (такафул); 1990 г. — появление первых сукуков (Sukuk или Zakat — исламские корпоративные облигации)<sup>3</sup>;

1993 г. — обычным банкам разрешено оказывать исламские банковские услуги (через специальные окна);

1996—1997 гг. — при Комиссии по ценным бумагам и при BNM открыты исламские консультативные советы;

1999 г. — запуск индекса исламских финансов на фондовой бирже Куала-Лумпура (FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index);

2001—2002 гг. — по рынку исламских корпоративных облигаций (сукуков) Малайзия вышла на первое место в мире;

2002 г. — Малайзия — член-учредитель и штаб-квартира Совета по исламским финансовым услугам (IFSB);

2003 — 2004 гг. — первые выпуски исламских акций;

2006 г. — принята концепция создания в Малайзии международного центра исламских финансов (MIFC), основание образовательного центра исламской экономики (INCEIF);

2008 г. — открытие академии шариата по исламским финансам (ISRA);

2009 г. — открытие специальной торговой площадки исламских финансов (Bursa Suq Al-Sila) на бирже Малайзии.

К 2014 г. исламские банки обеспечивают до 60% всего объема кредитования в стране. Исламский банкинг, ориентированный на вложение в инвестиционные проекты, с 1990-х гг. формирует значимую часть прямых инвестиций в Малайзии.

---

<sup>1</sup> На основе материалов: BNM [www.bnm.gov.my](http://www.bnm.gov.my); информационного портала по исламским финансам <http://www.islamicfinanceinfo.com.my/>; Лагунов А. С. Малайзия в качестве мирового лидера исламской финансовой системы.

<sup>2</sup> Islamic Banking Act, Act 276, 1983.

<sup>3</sup> Takaful Act, Act 312, 1984.



### 6.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

После провозглашения независимости в 1957 г. малазийская валюта была привязана к фунту стерлингов. С провозглашения независимости в 1957 г. валютой являлся старый колониальный «доллар Малайи и Британского Борнео», общая валюта также имела хождение на территории современного Сингапура и Брунея. С 1967 г. началась эмиссия нового малазийского доллара. Доллар Малайи и Британского Борнео был в обращении наряду с новой валютой до 1969 г. включительно. 21 августа 1975 г. малазийский доллар был официально переименован в малазийский ринггит<sup>1</sup>. При введении плавающего курса фунта в 1972 г. валюта была менее чем на год (до 1973 г.) привязана к доллару США.

С 1973 г. — плавающий курс малазийского доллара, однако с сентября 1975 г. валюта снова привязана к корзине основных мировых валют (с августа — официальное переименование в ринггит). С 1975 г. по середину 1980-х гг. Банк Малайзии концентрировался на стабилизации курса ринггита к сингапурскому доллару. В 1984 г. после нескольких спекулятивных атак валютный коридор к сингапурскому доллару и доллару США был расширен. В периоды без жесткой привязки к какой-либо валюте система регулирования может быть классифицирована по методике МВФ как «регулируемый плавающий валютный курс» (Managed floating system)<sup>2</sup>. Такой режим управляемого колебания продержался до июля 1997 г. (азиатского кризиса). С 2 сентября 1998 г. ринггит был жестко привязан к доллару США по курсу 1,00 = RM 3,80, что было отменено лишь в 2005 г.

Подробная периодизация и динамика курса валюты приведена ниже.

Таблица 6.11. Валютные режимы Малайзии, 1957—2005 гг.

Год	Изменение валютного режима	Валютный режим по классификации МВФ <sup>1</sup>
1957	Старый колониальный доллар Малайи и Британского Борнео, привязанный к фунту стерлингов: 1 = 7,3469 M\$. Малайзия — страна стерлинговой зоны	Фиксированный валютный курс

<sup>1</sup> Act 160, Malaysian Currency (Ringgit), 1975.

<sup>2</sup> См.: Классификация МВФ — IMF, De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>.

## 6. Малайзия

Продолжение табл. 6.11

Год	Изменение валютного режима	Валютный режим по классификации МВФ <sup>1</sup>
1967	В результате отделения Сингапура в 1965 г. старый доллар в 1967 г. был заменен тремя новыми долларами Малайзии, Сингапура и Брунея. Все три доллара свободно обменивались друг на друга	Fixed exchange rate system (par value or central rate exist and applied)
1971	Новый курс привязки к фунту на уровне 1 доллар США = 2,81955 М\$ (основа: неизменный золотой эквивалент М\$)	
1972	Июнь 1972 г. — введение плавающего курса фунта, распад стерлинговой зоны, замена привязки к фунту привязкой к доллару США с установлением коридора колебаний. Границы коридора: 2,7561 и 2,8830 за 1 доллар США. Доллар становится валютой интервенций	Привязка к корзине валют/ Basket peg system
1973	Девальвация доллара в феврале 1973 г. (нефтяной кризис). Изменение курса привязки до 2,5376 за 1 доллар США (основа: неизменный золотой эквивалент М\$). Новые границы коридора колебаний: М\$ 2,4805 — М\$ 2,5947 за 1 доллар США. Отмена свободного обмена на сингапурский и брунейский доллар, расторжение соответствующих соглашений с Сингапуром и Брунеем	
1973	Введение режима регулируемого плавающего курса (Managed Float). BNM прекращает поддержку фиксированного валютного коридора. Валютные интервенции BNM для поддержания стабильного курса на уровне М\$ = 2,5376 за 1 доллар США к корзине основных валют (currency basket) <sup>2</sup> . (Распад Бреттон-Вудской системы) <sup>3</sup>	Регулируемый плавающий валютный курс / Managed float system
1975	Переименование малазийского доллара (М\$) в малазийский ринггит (RM) <sup>4</sup>	
1975	Официальная замена BNM режима регулируемого плавающего курса (Managed Float) привязкой к взвешенной корзине валют крупнейших стран — партнеров (Basket Peg)	

## 6.6. Валютный курс, валютный режим, валютная политика

Окончание табл. 6.11

Год	Изменение валютного режима	Валютный режим по классификации МВФ <sup>1</sup>
1978	Отмена большинства ограничений валютного контроля, либерализация притока капитала	
1984— 1986	Расширение валютного коридора, девальвация ринггита с 2,34 за доллар США в 1984 г. до 2,58 в 1986 г. <sup>5</sup> (в связи с падением мировых цен на основное экспортируемое Малайзией сырье — олово и пальмовое масло)	
1986	Коммерческие банки получили право самостоятельной свободной котировки курсов и заключения форвардных сделок для всех иностранных валют, за немногими исключениями	
1989	По версии МВФ режим классифицирован как привязка к корзине валют/Basket peg system	Привязка к корзине валют/ Basket peg system
1997	BNM вводит лимит на форвардные сделки по продаже ринггитов, не связанные напрямую с коммерческими контрактами, в размере 2 млн RM (азиатский кризис)	
1998	Девальвация ринггита более чем на 30% с 2,81 в 1997 г. до 3,92 ринггитов в 1998 г. за доллар США. Жесткая привязка курса к доллару США: \$ 1,00 = RM 3,80 (около месяца после начала кризиса). Также пакет антикризисных мер <sup>6</sup> : <ul style="list-style-type: none"> <li>• замораживание счетов резидентов в ринггитах в зарубежных банках;</li> <li>• до 1 января 1999 г. возможность репатриации данных активов в ринггитах с иностранных счетов, без подоходного налога и объяснения происхождения средств;</li> <li>• запрет для малазийских банков на переводы ринггитов за рубеж по поручению нерезидентов;</li> <li>• вывоз инвалюты нерезидентами лишь в объеме ввезенной суммы</li> </ul>	Фиксированный валютный курс. Fixed exchange rate system
2005	Либерализация валютного регулирования, отмена привязки к доллару США, полная отмена антикризисного пакета <sup>7</sup>	Регулируемый плавающий валютный курс / Managed float system

## 6. Малайзия

<sup>1</sup> Классификация по версии МВФ и по версии BNM не всегда совпадают. Прежде всего различия касаются режимов *Basket peg* и *Managed float*, так как эти режимы крайне похожи по сути. Пример: период 1980—1997 гг., узкий целевой коридор волатильности к доллару США, фактическая нежесткая привязка к курсу доллара (при сохранении волатильности по отношению к прочим валютам), к 1989 г. официально признанная МВФ как режим *Basket peg*. Однако все время с 1980 г. по 1997 г. режим классифицировался BNM как *Managed float*, т.е. регулируемый плавающий курс.

<sup>2</sup> Здесь и далее под «основными валютами» (*major currencies*) понимаются, прежде всего, валюты стран — крупнейших торговых и инвестиционных партнеров Малайзии: Сингапура, США, Китая, Японии. Точная структура валютной корзины, использованной для привязки курса в различные годы (*currency basket*) официально не раскрывается BNM.

<sup>3</sup> В результате нефтяного кризиса и нестабильности доллара США как основной валюты привязки начиная с 1973 г. в Малайзии сильно повысился уровень инфляции с 5—6% в год в 1973 г. до 25—25,5% в год в 1974 г. В результате перехода на режим *Managed Float* к 1975 г. инфляцию удалось снизить до 10% и до 2—3% к 1976 г. Данные по инфляции: BNM [www.bnm.gov.my/](http://www.bnm.gov.my/).

<sup>4</sup> *Malaysian Currency (Ringgit) Act, Act 160, 1975*; Переименование по сути являлось именно переименованием и не сопровождалось ни девальвацией, ни деноминацией. При этом до 1982 г. в обращении сохранялись старые банкноты выпуска 1967 г., а знак обозначения M\$ (малайзийский доллар) был официально изменен на RM (малайзийский ринггит) лишь в 1997 г.

<sup>5</sup> 1984—1986 гг. — сокращение объемов мировой торговли. Падение экспортных цен на олово и пальмовое масло. С 1984—1986 гг. падение малайзийского индекса экспортных цен (*Overall export price index*) на 30%. Расширение валютного коридора и девальвация являлись, прежде всего, вынужденными антикризисными мерами. Данные по индексу цен: Department of statistics of Malaysia <http://www.statistics.gov.my/>.

<sup>6</sup> *Prema-chandra Athukorala. Malaysian Economy in Three Crises / Arndt-Corden Department of Economics, Crawford School of Economics and Government, ANU College of Asia and the Pacific. Working Paper No. 2010/12. October 2010. P. 6—7.*

<sup>7</sup> Начиная с 2001 г. в соответствии с *Capital Market Masterplan Malaysia 2001* малайзийской комиссии по ценным бумагам (*Securities Commission*) последовательно отменялись ограничения по счету капитала для постепенного посткризисного восстановления фондового и валютного рынков, тем не менее, жесткая привязка курса к доллару США была отменена BNM лишь в 2005 г.

Как видно из табл. 6.11, либерализация валютной политики проводилась, однако не в последовательном режиме, как в большинстве азиатских стран, а с остановками, жесткой фиксацией курса в кризисные годы (пример — 1998 г.) и постепенным возвратом к отмене ограничений.

Основа валютной политики со времен создания BNM — поддержание курса ринггита в приемлемом коридоре, не слишком завышенным и не слишком заниженным. С излишним занижением курса (во времена девальваций в результате внешних факторов, например, в 1969 г. или 1998 г.) боролись жесткой привязкой к доллару США.

Таблица 6.12. Среднегодовой курс малайзийской валюты к доллару США, 1957—2013 гг.

Год	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Курс доллара США к ринггиту	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,06</b>	<b>3,05</b>
Год	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Курс доллара США к ринггиту	2,82	2,44	2,41	2,39	2,54	2,46	2,32	2,19	2,18	2,30	2,34	2,32	2,34	2,48
Год	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Курс доллара США к ринггиту	2,58	2,52	2,62	2,71	2,70	2,75	2,55	2,57	2,62	2,50	2,52	2,81	3,92	<b>3,80</b>
Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Курс доллара США к ринггиту	<b>3,80</b>	<b>3,80</b>	<b>3,80</b>	<b>3,80</b>	<b>3,80</b>	3,79	3,67	3,44	3,34	3,52	3,22	3,06	3,09	3,15

Источники: Расчеты на основании базы данных IMF IFS 1950—2011, в ней используется официальный среднегодовой курс ВММ. Полу жирным шрифтом показаны периоды жесткой привязки к курсу какой-либо валюты.

## 6. Малайзия

Вместе с тем, по всей видимости, главной целью политики в периоды либерализации валютного режима (регулируемого плавления/ Managed float) и экономического «чуда» с 1973 г. было поддержание заниженного курса ринггита для активного стимулирования экспорта (табл. 6.13).

Таблица 6.13. **Индекс реального эффективного валютного курса ринггита (Real Effective Exchange Rate, REER) 1960—1990 гг.**

Год	Индекс REER <sup>1</sup>	Год	Индекс REER	Год	Индекс REER
1965	100	1974	89	1983	87
1966	95	1975	76	1984	90
1967	92	1976	79	1985	85
1968	86	1977	80	1986	68
1969	87	1978	76	1987	68
1970	81	1979	83	1988	61
1971	75	1980	82	1989	61
1972	73	1981	80	1990	57
1973	86	1982	82	х	х

<sup>1</sup> Основа индекса 1965 г. — 100 пунктов. Чем значительнее индекс уменьшался по отношению к 100 пунктам, тем более конкурентной была малазийская экономика по отношению к непосредственным торговым партнерам. Реальный эффективный валютный курс (REER) основан на отношении индексов потребительских цен (ИПЦ) внутри страны и за рубежом, взвешенных пропорционально доле каждой страны во внешнеторговом обороте. Разница между реальным и номинальным эффективными курсами национальной валюты говорит об искусственной переоцененности / недооцененности валюты.

Источники: *Khoo Boo Teik. Country Study: Malaysia, Policy Regimes and the Political Economy of Poverty Reduction in Malaysia / United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), 2010, P. 50.*

Начиная с 1965 г. и на протяжении всего последующего периода «чуда» искусственно заниженный курс ринггита использовался как стимулирующий фактор экспортной конкурентоспособности страны, что дало свои результаты в сочетании с политикой экспортной ориентации.

Отметим, что при столь интенсивной и последовательной политике привлечения иностранных инвесторов, проводимой последние 50 лет, у малазийских регуляторов был крайне ограничен

## 6.7. Развитие финансового рынка

потенциальный выбор валютного режима. С 1957 г. валютная политика тяготеет к более или менее жесткой привязке к одной или нескольким мировым валютам.

Одна из основных причин — это порождаемая стабильным заниженным курсом «уверенность в будущем» экспортеров и иностранных инвесторов<sup>1</sup>.

## 6.7. Развитие финансового рынка

В период до 1978 г. финансовый рынок был развит относительно слабо, особенно в сравнении с банковскими структурами. Банки предоставляли основное финансирование всем нуждающимся экономическим субъектам. Государственные облигации формировали практически весь доступный рынок капитала. В 1960 г. открылись публичные торги на Малайской фондовой бирже (Malayan Stock Exchange, MSE), появились первые выпуски государственных облигаций.

Однако с начала 1980-х гг. стал быстро развиваться как рынок акций, так и рынок частных облигаций. После кризиса 1997—1998 гг. стремительное развитие национального рынка облигаций способствовало увеличению объема портфельных инвестиций, привлекаемых в Малайзию<sup>2</sup>.

В 1980—1990-е гг. проходило традиционное для развивающихся стран становление биржевого рынка<sup>3</sup>:

1984 г. — автоматизация клиринговой системы, создание центральной клиринговой палаты (Securities Clearing Automated Network Services Sdn Bhd, SCANS). В 1986 г. запущен фондовый индекс KLCI, Kuala Lumpur Composite Index как главный барометр рынка;

1990 г. — окончательное разделение Куала-Лумпурской и Сингапурской бирж, делистинг сингапурских компаний с KLSE и малазийских компаний с SES;

1993 г. — ограничение бума спекулятивных операций, полугодовой запрет на продажу краткосрочных долговых инструментов

---

<sup>1</sup> См.: *Menon J.* Macroeconomic Management Amid Ethnic Diversity: Fifty Years of Malaysian Experience, ADB Institute Discussion Paper No. 102, Appendix 1. 2008.

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia official website. <http://www.sc.com.my/bond-market-development-in-malaysia/>.

<sup>3</sup> См.: *Johnson S., Kochhar K., Mitton T., Tamirisa N.* Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions. University of Chicago Press, 2007.

## 6. Малайзия

(включая государственные облигации) нерезидентам, переход на англосаксонскую модель регулирования финансового рынка — создание Комиссии по ценным бумагам (Securities Commission Malaysia);

1994 г. — запрет на продажу краткосрочных долговых инструментов снят в декабре 1994 г., что, возможно, отразилось на капитализации рынка (см. табл. 6.13);

1995 г. — снижение минимального размера лота до 200 единиц для расширения круга потенциальных инвесторов в дорогостоящие бумаги;

1997 г. — запуск рынка деривативов, первый сегмент торговли фьючерсами и опционами (ограничение допуска нерезидентов к торговле производными инструментами), переход на режим торгов Т+5<sup>1</sup> в отношении всех торгуемых инструментов;

1998 г. — пакет антикризисных мер, в том числе с августа 1998 г. полный запрет на короткие позиции на KLSE;

1999 г. — переориентация банков на привлечение заемных средств с помощью облигационных займов, создание National Bond Market Committee (NBMC) — координирующего органа политики в области облигаций. Введена прозрачная процедура корпоративных облигационных выпусков. При соблюдении правил выпуск гарантировался в двухнедельный срок. Как следствие — посткризисный бум рынка облигаций;<sup>2</sup>

2000 г. — привлечение дополнительных инвесторов, замена режима Т+5 на режим Т+3;

2001 г. — снятие ограничений по допуску нерезидентов к торговле деривативами.

2008—2009 гг. — посткризисный пакет стимулирующих мер по либерализации финансового рынка:

- отмена обязательного участия резидентов в капитале дочерних структур крупных инвестиционных банков (Wholesale Investment Banks), действующих на малазийском рынке;
- повышение квоты участия нерезидентов в капитале с 49 до 70% для схем коллективного инвестирования (unit trust funds);

---

<sup>1</sup> Т+5 режим торгов, при котором все расчеты по покупке/продаже инструмента завершаются на пятый день (Т+3, соответственно, на третий и т.д.) после сделки. Не ограничивает права покупки/продажи инструмента.

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia official site. <http://www.sc.com.my/bond-market-development-in-malaysia/>.



## 6.7. Развитие финансового рынка

- отмена 25%-ной квоты на участие бумипутра (малайского населения) в акциях компании как требования для включения в листинг.

На конец 1993 г. малазийский рынок акций имел капитализацию порядка 24,1 млрд долл. США, это увеличение более чем в четыре раза по сравнению с 1991 г.<sup>1</sup> На тот момент это вдвое превышало капитализацию Сингапурской биржи. Биржа KLSE к началу 1990-х гг. находилась в десятке наиболее динамично развивающихся фондовых рынков.

Таблица 6.14. **KLSE, основные показатели динамики 1990—2004 гг.**

Год	KLCI Composite Index, пунктов (среднегодовые значения)	Оборот за год, млн долл. США	Компаний в листинге, на конец года, шт.	Капитализация, на конец года, млн долл. США
1990	505	10 934	285	4876
1991	556	10 944	324	5865
1992	643	20 184	369	9640
1993	1275	150 691	413	24 111
1994	971	125 213	478	19 422
1995	995	71 544	529	22 625
1996	1237	183 835	621	32 015
1997	594	145 394	708	13 374
1998	586	29 383	736	9554
1999	812	48 750	757	14 544
2000	679	64 225	795	11 693
2001	696	22 372	812	12 236
2002	646	30 777	865	12 674
2003	793	48 391	906	16 849
2004	907	56 743	963	19 001

Источники: *Khoо Boo Teik. Country Study: Malaysia, Policy Regimes and the Political Economy of Poverty Reduction in Malaysia / United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), 2010. P. 54; Уточненные данные WFE, Всемирной федерации бирж. <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>.*

<sup>1</sup> См.: <http://www.bursamalaysia.com/market/>, <http://kclau.com/investment/everything-you-are-looking-for-about-bursa-malaysia/>, <http://www.klse.info/>.

## 6. Малайзия

Вехи в динамике KLCI, Kuala Lumpur Composite Index — основного индекса курсов акций на Куала-Лумпурской фондовой бирже, после 2004 г. и реорганизации KLSE в малазийскую биржу (Bursa Malaysia Berhad, BM)<sup>1</sup> — FBMKLCI, FTSE Bursa Malaysia KLCI Index<sup>2</sup>:

- декабрь 2007 г. — предкризисный максимум, 1445 пунктов;
- октябрь 2008 г. — минимум кризиса 2008 г, 864 пункта;
- декабрь 2013 г.— исторический максимум, 1867 пунктов;
- лето 2014 г. — индекс колеблется у отметки в 1850 пунктов.

В 2014 г. Малазийская биржа (Bursa Malaysia Berhad, BM) имеет более 1000 компаний в листинге. Рынок имеет современную диверсифицированную структуру. Крупнейшие компании котируются на основной платформе (Main Market, Main Board), средние по размеру — на «втором» рынке (Secondary Market, Second Board), компании роста и высокотехнологичные компании — на рынке MESDAQ (по аналогии с NASDAQ). Деривативы торгуются на отдельной бирже (Bursa Malaysia Derivatives Berhad (BMD)).

### 6.8. Программа действий и обобщение малазийского опыта

Стратегические цели в экономике согласно последнему (10-му) пятилетнему плану Правительства до 2015 г. включительно<sup>3</sup>:

Создание экономики частного сектора как основного драйвера роста:

- модернизация регулирования частного сектора;
- либерализация сферы услуг;
- снятие барьеров для входа на рынки;
- принятие нового законодательства о конкуренции;
- улучшение интерфейса бизнес — власть.

Стимулирование инновационного роста;

- создание поддерживающей инновации инфраструктуры (экосистемы);
- создание инновационных возможностей;

---

<sup>1</sup> Bhd. или Berhad — малазийский аналог английского limited (Ltd.), организационно-правовая форма компании с ограниченной ответственностью. Установлена малазийским Законом о компаниях (Companies Act 1965 (в ред. 1973 г.)).

<sup>2</sup> См.: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EKLSE+Interactive#symbol=%5EKLSE;range=my>.

<sup>3</sup> См.: 10th Malaysia Plan. Chapter 3: Creating the Environment for Unleashing Economic Growth. P. 69.

## 6.8. Программа действий и обобщение малазийского опыта

- финансирование инновационных проектов, поддержка их частного финансирования.

Рационализация роли правительства в бизнесе:

- увеличение долей частного сектора в государственно-частных партнерствах, ГЧП (Public-Private Partnerships, PPPs);
- создание соответствующего правительственного фонда поддержки;
- достижение баланса между частным сектором и государственными корпорациями.

Развитие малого и среднего бизнеса как драйвера роста и инноваций:

- снижение доли издержек регулирования;
- поддержка развития предпринимательской культуры;
- дальнейшее ускорение и облегчение процедур создания и регистрации;
- облегчение доступа к финансированию.

Участие в глобальной конкуренции;

- привлечение прямых и портфельных иностранных инвестиций;
- привлечение иностранных квалифицированных кадров.

Приоритеты экономического развития обозначены в 10-м плане развития Малайзии (2011—2015 г.) и в новой экономической модели, анонсированной в начале 2009 г. Основной акцент в ней сделан на уменьшение роли государственного сектора экономики (стимулирование частных инвестиций, уменьшение государственных субсидий, сокращение расходов и повышение доходов с целью уменьшения бюджетного дефицита). Государственному сектору отводится ведущая роль в инфраструктурных инвестициях. Значительное участие государства в экономике связывается прежде всего с ослаблением зависимости от колебаний спроса на внешних рынках.

Малайзии присуща «двойственность» сложившейся в стране экономической и финансовой системы. С одной стороны, существует субсидируемый правительством ряд импортозамещающих компаний, не конкурентоспособных на мировом рынке и укомплектованных почти исключительно этническими малайцами. С другой стороны, работает множество высокоразвитых производств и сервисных центров транснациональных корпораций, экспортирующих свою продукцию и услуги на международные рынки через свободные экономические зоны. Подобное «разделение труда» носит длительный характер, встроено в малазийскую экономическую модель.

## 6. Малайзия

Максимальные темпы роста ВВП приходились на годы политики активной экспортной ориентации, при неизменном курсе на привлечение как можно большего объема прямых инвестиций из-за рубежа. Была найдена ниша в производстве электроники и компьютерных компонентов для мировых рынков на фоне благоприятной посткризисной конъюнктуры 70—80-х гг. XX в.

Авторитарная модель управления, ключевая роль прямых иностранных инвестиций для обеспечения роста ВВП, активное налоговое, кредитное, процентное стимулирование, заниженный валютный курс — основные приметы малазийского чуда. Особенности малазийской модели — облегчение старта «экономического чуда» за счет экспортной выручки от сырья; исламские финансы как дополнительный канал инвестиций; последовательная политика по созданию нового среднего класса на основе малайского сельского населения.

### **Библиография**

#### *Источники на русском языке*

1. Лагунов А. С. Малайзия в качестве мирового лидера исламской финансовой системы // ЮВА: актуальные проблемы развития. 2011. № 16.
2. Лагунов А. С. Стратегия экономического развития Малайзии (вторая половина XX — начало XXI в.). М. : Институт востоковедения РАН, 2011.
3. Намбияр Ш. (*Nambiyar Sh.*) Малайзия и глобальный кризис: влияние, противодействие и восстановление баланса / Рабочая книга Азиатского банка развития. 2009.
4. Ри Г., Ох С. (*Ri G., Och S.*) В глаза азиатского финансового водоворота: реформы банковского сектора Азиатско-Тихоокеанского региона. Рост вызовов в Азии: исследование финансовых рынков. Азиатский банк развития, 2000.

#### *Официальные документы*

5. Banking & Financial Institutions Act of Malaysia, Act 372, 1989.
6. Economic Planning Unit, National Economic Recovery Plan: Agenda for Action. Prime Minister's Department, Kuala Lumpur, 1998.
7. Investment Incentives Act, Act 199, 1968 (repealed by the Promotion of Investments Act 1986, Act 327).
8. Finance Act, Act 364, 1988.
9. Free Trade Zones Act, Act 24, 1971.
10. Free Trade Zones Act, Act 438, 1990.

## Библиография

11. Industrial Coordination Act, Act 156, 1975 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).
12. Loan (Advance Deposits) Act, FM Act № 31, 1963.
13. Promotion of Investments Act, Act 327, 1986 (Incorporating all amendments up to 1 January 2006).
14. Takaful Act, Act 312, 1984.

## *Источники на иностранном языке*

15. *Dr. Azali Mohamed*. The Malaysian Economy and the Monetary Policy. A Historical Review / University Putra Malaysia (UPM). Free Lecture Notes, 2000.
16. Bank Negara Malaysia Financial Stability & Payment Systems Report 2009. Kuala Lumpur, 24 March 2010.
17. *Charette D. E.* Malaysia in the Global Economy, Crisis, Recovery, and the Road Ahead. New England Journal of Public Policy, 2006.
18. *Johnson S., Kochhar K., Mitton T., Tamirisa N.* Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions. University of Chicago Press, 2007.
19. *Menon J.* Macroeconomic Management Amid Ethnic Diversity: Fifty Years of Malaysian Experience / ADB Institute Discussion Paper No. 102, Appendix 1. 2008.
20. *Kho Boo Teik*. Country Study: Malaysia, Policy Regimes and the Political Economy of Poverty Reduction in Malaysia / United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), 2010.
21. *Dr. Mahathir bin Mohamad*. The Way Forward. London : Wiedenfeld & Nicolson, 1998.
22. *Mahyudin Ahmad*. The Effect of Financial Deregulation on Money Demand in Malaysia. Universiti Teknologi MARA, 2008.
23. *Prema-chandra Athukorala*. Malaysian Economy in Three Crises / Arndt-Corden Department of Economics, Crawford School of Economics and Government, ANU College of Asia and the Pacific. Working Paper No. 2010/12, October 2010.
24. Securities Commission Malaysia. Official site <http://www.sc.com.my/bond-market-development-in-malaysia/>.
25. *So Umezaki*. Monetary and Exchange Rate Policy in Malaysia before the Asian Crisis / Institute of developing economies, Japan. Discussion paper No. 79. 2006.
26. *Sriyana J.* Fiscal Policy and Economic Growth: an Empirical Evidence in Malaysia and Indonesia. Kuala Lumpur, 2003.
27. *Tanzi V., Shome P.* The Role of Taxation in the Development of East Asian Economies. University of Chicago Press, 1992.



# 7

## Программа «финансового форсажа» для России

Программа основана на уроках, которые можно вывести из опыта стран, совершивших экономическое чудо (Япония, Южная Корея, Китай, Сингапур). Одним из условий догоняющей модернизации и сверхбыстрого роста был переход макроэкономики в «финансовый форсаж». Программа исходит из этого опыта.

### Ключевые идеи

Необходима смена парадигмы финансовой политики, ее переориентация на укрепление внутреннего денежного спроса, снижение зависимости от внешних источников капитала, прекращение немонетарной инфляции, предупреждение излишнего расширения участия государства в собственности, снижение налоговой нагрузки на экономику, противодействие системным рискам.

Россия — открытая экономика, четверть века живущая в условиях рыночных реформ. В ней невозможно «репрессировать» финансовую систему в тех формах, которые использовались в беднейших азиатских экономиках на начальных этапах, когда запускался сверхбыстрый рост. Невозможно повторить стратегию, когда на первых порах проводилась либерализация реального сектора, затем, с задержкой, внутренней финансовой системы и только потом, спустя 15—20 лет осуществлялась полноценная финансовая либерализация, с открытием счета капитала и переходом к свободному плаванию валютного курса.

Возможность сделать что-то подобное пропущена. Тем не менее по логике «шаг назад, два шага вперед» придется обращаться к элементам репрессированной финансовой системы. Почему? В нерыночной среде, существующей в России (пять банков контролируют более 50% активов банковского сектора, 20 банков — более 80%, то же — для небанковских финансовых институтов), рынок не

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

может сам справиться с многолетними деформациями в финансовых переменных (сверхвысокий процент, завышенный валютный курс, высокая немонетарная инфляция, низкая монетизация, низкая насыщенность кредитами и т.п.). Рынок не может сам справиться с такими искривлениями, как огосударствление финансового сектора, сверхконцентрированная собственность в нем, избыточная роль кэптивов.

Поэтому придется расширить, но осторожно, не нарушая рентабельность, использование административных инструментов («потолков», лимитов, границ, нормативов, «командного» вмешательства в деятельность институтов) для снижения разбалансированности и волатильности финансовой системы РФ в ключевых параметрах (валютный курс, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала, институциональная структура).

Все это возможно сделать, только если Банк России обернется центральным банком развития, искусно сочетающим финансовый дирижизм, направленный на урегулирование деформаций в макрофинансах и на создание финансовых условий для «экономического чуда», с развитием российского финансового сектора как действительно рыночной среды.

В центр политики должны быть поставлены финансовая политика стимулирования экономического роста, финансовое развитие российской экономики (ее монетизация, «финансиализация» до уровня новых индустриальных экономик, преодоление накопленных деформаций и разбалансированности финансовой системы):

- увеличение нормы накопления, снижение фискальной / налоговой нагрузки (увеличение финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении бизнеса для целей развития), объемное расширение налоговых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями, стимулированием роста;

- увеличение инвестиций государства в корпоративные долги на публичном рынке, связанные с модернизацией;

- органичный рост насыщенности экономики деньгами и кредитами / финансовыми активами (таргетирование роста денежной массы «в закрытом режиме»);

- сокращение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля; удешевление переоцененного рубля (сбалансированное, осторожное);



## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- противодействие немонетарной инфляции (в части цен и тарифов, устанавливаемых или регулируемых государством);
- политика низкого процента (ключевая ставка Центрального банка, «потолки» процента и процентной маржи);
- стимулирование внутреннего спроса на длинные финансовые активы в приоритетных отраслях (налоговые стимулы, льготные условия для развития институциональных инвесторов, запуск новых видов институтов коллективных инвестиций, льготное рефинансирование центральным банком приоритетных отраслей (отрасли, производящие продукцию с высокой добавленной стоимостью, средний и малый бизнес);
- стимулирование диверсификации собственности;
- максимальное поощрение долгосрочных / прямых инвестиций нерезидентов (на основе сокращения регулятивных издержек и фискальной нагрузки, применения «ударных» налоговых стимулов, создания свободных экономических зон под продукцию с высокой добавленной стоимостью);
- усиление антимонопольного регулирования на финансовом рынке; диверсификация собственности, старт разгосударствления; поддержка деконцентрации финансовых активов, снижения «пронизанности» кэптивами, создания более рыночной среды;
- оптимизация валютных резервов; отказ от стерилизации «избыточной» ликвидности вместо внутренних инвестиций;
- стабилизация счета капиталов (рисков, связанных с «горячими деньгами», введение налога на вывод капитала или иных мягких рыночных ограничений при разогреве рынка и быстром расширении операций «carry trade» (широкая международная практика));
- резкое сокращение издержек регулирования (государственный аппарат, запретительные нормы), удешевление государства (снижение конечного потребления государства в ВВП).

### Цели финансовой политики

#### А. Качественные цели

Рост долгосрочных инвестиций в реальный сектор, в модернизацию, в обеспечение устойчивого экономического роста:

- Переход от спекулятивной модели финансового рынка к модели, ориентированной на финансовое обеспечение и стимулирование устойчивого роста и модернизации экономики;

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- Покрытие потребностей в финансировании быстрорастущих секторов экономики, высокотехнологичных отраслей, инновационного сектора по всем сегментам финансирования (венчурное финансирование, рынки компаний малой и средней капитализации, рынки высокотехнологичных компаний, проектное финансирование на основе институтов развития, инфраструктурные облигации);

- Рост прямых иностранных инвестиций в опережение увеличения портфельных вложений нерезидентов, прежде всего в их спекулятивной компоненте, обеспечение накопленных запасов прямых иностранных инвестиций, адекватных крупнейшим развивающимся экономикам;

- Увеличение ресурсов бюджета, направляемых для длинных вложений в финансовые активы реальной экономики на внутренних, публичных финансовых рынках.

Обеспечение финансового развития, преодоление крупных дисбалансов финансовой системы:

- Достижение уровня новых индустриальных стран по ключевым параметрам финансового развития;

- Рост международного значения рубля;

- Превращение из страны, ориентированной на вывоз капитала, в страну — импортера капитала, прежде всего длинных денег, прямых иностранных инвестиций.

Диверсификация собственности как базы финансовой системы, переход к массовой модели инвестирования в процессе формирования среднего класса:

- Движение в сторону «экономики «народного капитализма» («капитализма акционеров») вместо «капитализма держателей контрольных пакетов» (стейкхолдеров), расширение участия розничных инвесторов в акционерных капиталах, рост доли активов финансового рынка в долгосрочных сбережениях населения;

- Расширение участия в акционерных капиталах институциональных инвесторов, представляющих население, создание новых классов инвесторов (известных в международной практике, но отсутствующих в России);

- Развитие институтов защиты собственности.

Рост конкурентоспособности финансовой системы в сравнении с зарубежными формирующимися рынками, предупреждение ухода торговой активности, эмитентов и инвесторов за рубеж:

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- Обеспечение роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в финансовые инструменты реального сектора, прежде всего за счет сбережений населения;
- Сокращение зависимости внутренних финансовых рынков от спекулятивной компоненты иностранных портфельных инвестиций;
- Повышение эффективности государственного регулирования финансов:
  - преодоление разрыва между функциями финансовых регуляторов, их операционной способностью и выделенными ресурсами;
  - снижение регулятивных издержек;
  - повышение роли государства и саморегулирования в стимулировании развития рынка как инструмента долгосрочных инвестиций;
- Рост эффективности финансового рынка, переход к более зрелому состоянию на уровне рынков новых индустриальных экономик:
  - снижение транзакционных издержек, преодоление фрагментарности;
  - обеспечение одного из самых высоких для формирующихся рынков уровня информационной прозрачности, честности и справедливости ценообразования, защиты инвесторов;
- Снижение уровня системного риска:
  - ограничение интересов глобальных инвесторов к размещению преимущественно «горячих денег» на российском рынке;
  - развитие системы макропруденциального надзора, информационного взаимодействия и координации действий финансовых регуляторов в урегулировании системного риска;
- Реструктурирование финансового сектора, направленное на обеспечение финансовой устойчивости его институтов:
  - преодоление эксцессов в концентрациях собственности в финансовой системе, ликвидности, активов, разгосударствление, деофшоризация в меру снижения рисков во внутренней экономике;
  - ослабление олигополий на финансовых рынках, демонополизация, «отсечение» экзотиков (в меру экономической целесообразности), защита и усиление конкурентной рыночной среды;
  - рост капитализации финансовых институтов;
  - внедрение механизмов регулирования рисков, направленных на подавление экстремальной волатильности, на предупреждение перегрева финансовых рынков, на подавление стимулов к принятию избыточных рисков для краткосрочных прибылей;

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- Рост капитализации финансовых рынков на основе фундаментальных (вместо преимущественно спекулятивных) факторов, переход к оцененности бизнеса на уровне новых индустриальных экономик.

### Б. Количественные цели

Количественные цели развития финансовой системы направлены на переход по уровню зрелости в кластер финансовых рынков новых индустриальных экономик:

- монетизация (Широкие деньги / ВВП), насыщенность долговыми активами (Кредиты экономике и населению / ВВП) выше 70—80%;
- ослабление системного риска, снижение волатильности (валютный курс, счет капитала, рынок акций и т.п.) в 1,5—2 раза;
- капитализация/ВВП устойчиво выше 80—90%;
- рост доли накопления в ВВП до 26—29% при снижении налогового пресса (индикатор «Доходы общего правительства / ВВП») до 31—35% ВВП;
- снижение немонетарной инфляции до 1—2%;
- сужение разрыва между реальным и номинальным курсом рубля, сформированного с середины 1990-х гг., в 2—3 раза;
- расширение использования рубля в международном обороте на постсоветском пространстве в 1,5—2 раза;
- рост числа эмитентов на открытых рынках в 3—4 раза;
- увеличение не связанного акционерного капитала (акции в свободном обращении, free float) до 30—35%, рост числа клиентов брокеров до 3—4 млн человек;
- снижение доли компаний с крупнейшим акционером, контролирующим более 50% компании, до 40—50%;
- не менее 700—900 компаний средней и малой капитализации, акции которых обращаются на открытых рынках;
- соотношение внутреннего и внешних рынков финансовых активов с российскими корнями — 8 : 2;
- кратное снижение зависимости от нерезидентов, двукратный рост индикатора «Прямые иностранные инвестиции / Портфельные иностранные инвестиции»;
- снижение уровня концентрации, олигополизации, присутствия государства до 30—40%.

### **Сроки и методы**

Программа рассчитана на сроки до 15—20 лет. На первом этапе (5—10 лет) — усиление элементов административного регулирования, переход в «финансовый форсаж».

На втором этапе, когда финансовая система будет нормализована, будет достигнут более высокий уровень финансового развития — либерализация.

Идеи программы, связанные с разгосударствлением в финансовом секторе, снижением значения кэптивов, реструктуризацией финансовых институтов с государственным участием относятся прежде всего ко второму этапу программы.

Предполагается, что все изменения, предлагаемые программой «финансового форсажа», будут проводиться взвешенно, осторожно, часто в «закрытом режиме», не торопясь, чтобы не вызвать взрыва инфляционных ожиданий или не создать атмосферу падения курса рубля.

### **Политика диверсификации собственности, защиты прав инвесторов и развития корпоративного управления**

Система мер, основанных на международной практике:

- создание программы действий государства по диверсификации собственности (деконцентрация, разгосударствление, демополизация, «отсечение» кэптивов в меру экономической целесообразности), по превращению среднего класса в класс акционеров; ведение макромониторинга за концентрацией собственности, участием в капиталах домашних хозяйств, офшоризацией, степенью огосударствления;
- введение минимальных требований по free-float для акционерных обществ при включении их акций в котировальные списки;
- расширение налоговых стимулов для всех классов «длинных» инвесторов (их объем в России существенно ниже международной практики);
- снятие регулятивных и налоговых барьеров для институциональных инвесторов, обеспечивающих трансформацию сбережений населения в долгосрочные инвестиции (страховые компании, пенсионные, инвестиционные и благотворительные фонды, фонды целевого капитала, институты альтернативных инвестиций);
- снятие правовых и налоговых барьеров для выпуска опционов менеджеров и персонала;

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- открытие возможности учреждать внутрикорпоративные пенсионные и инвестиционные планы под налоговые льготы; введение индивидуальных пенсионных счетов;
- открытие и урегулирование сегмента социального инвестирования.

Снижение уровня огосударствления экономики. Формирование программы приватизации / распродажи собственности, приобретенной государством или квазигосударственными институтами в целях противодействия кризису 2007—2009 гг. Обособление такой собственности в фонд, принадлежащий государству, в целях эффективного управления ею и последующей реализации на рынке. Широкое включение розничных инвесторов в процесс приватизации (ориентация не только на крупных инвесторов).

Коммерциализация управления государственными пакетами акций (создание фондов, в активы которых они размещены, передача части активов в доверительное управление в целях максимизации доходов, роста капитализации).

Диверсификация собственности на основе роста прямых иностранных инвестиций: создание свободных экономических «несырьевых» зон, ориентированных на производство продукции с высокой добавленной стоимостью (в соответствии с отраслевыми приоритетами); снижение налоговой нагрузки, более высокой, чем у отечественного инвестора; сокращение регулятивных издержек на входе; ориентация всей системы импортно-экспортных пошлин на облегчение оборота наукоемкой и высокотехнологичной продукции (стимулирование импорта оборудования и технологий и экспорта готовой продукции); широкое использование модели «заимствованной модернизации» — государственная поддержка переноса (восстановления) критических технологий, а в этой области — решающих эту задачу проектов государственно-частного партнерства с иностранными инвесторами, совместных инновационных проектов.

Ослабление офшоризации собственности возможно лишь при существенном снижении рисков бизнеса, регулятивных издержек и налогового пресса. Вместе с тем может быть реализована система частных мер.

Ограничительные меры:

- протоколы об обмене налоговой информацией с офшорами, с которыми нет договоров об исключении двойного налогообложения (Карибский бассейн, зоны Великобритании). Включение в

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

действующие договоры положений об обмене данными (Модельная конвенция ОЭСР по налогам на доходы и капитал).

Стимулирующие меры:

- снижение общего размера налоговой нагрузки до уровня, характерного для стран с высокими темпами экономического роста; выравнивание налоговой нагрузки в Таможенном союзе по нижнему уровню;
- рост числа стран, с которыми заключены договоры об избежании двойного налогообложения;
- специальная шкала налогообложения прироста прибыли несырьевых компаний. Снижение ставки налога до 5—7% на 4—5 лет в отношении прироста прибыли в сравнении с прошлым годом, если эта сумма не уходит из оборота как дивиденды (деофшоризация, сжатие «теневого» экономики, рост налоговой базы);
- введение целевых налоговых льгот, поощряющих: «длинные» инвестиции в акции; неспекулятивные прямые инвестиции (при установлении нижней доли владения бизнесом); инвестиции в акции приоритетных отраслей, венчурных компаний, компаний высоких технологий; вывод акций на организованные рынки; спрос на акции (освобождение от налогообложения курсовых разниц).

Защита прав инвесторов. Создание:

— Службы финансового омбудсмана как специализированного ведомства и «горячих линий» для жалоб инвесторов; системы мониторинга и надзора, обеспечивающей прекращение обращения в сети Интернет суррогатов финансовых инструментов и ведения нелегализованного финансового посредничества;

— системы компенсационных фондов СРО или иной компенсационной схемы (например, государственной) для защиты активов населения от потерь при банкротстве профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективных инвестиций.

Расширение операционной способности в мониторинге нарушений механизма честного ценообразования на финансовом рынке; практики правоприменения в этой области.

Развитие корпоративного управления. Ключевые направления: совершенствование законодательства в области корпоративного управления, адаптация лучших зарубежных практик; преодоление информационных асимметрий, создание общедоступных систем раскрытия информации о компаниях; внедрение новых практик корпоративного управления, учитывающих осо-

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

бенности инновационных компаний малой и средней капитализации; внедрение принципов социальной ответственности в корпоративное управление.

### **Инвестиционная политика**

Увеличение и стабилизация на высоком уровне нормы накопления (повышение до 26—29% ВВП) при сокращении конечного потребления государства.

Снижение фискальной нагрузки (увеличение финансовых ресурсов в распоряжении бизнеса для целей развития, мораторий на увеличение ставок налогов, «ударное» расширение налоговых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями).

Удержание высокой доли бюджетных расходов на экономику, сокращение удельного веса общегосударственных расходов в структуре затрат, осуществляемых государством. Увеличение государственных инвестиций в основной капитал в экономике, образовании и науке, в том числе за счет вложений внебюджетных фондов в публичные облигации реального сектора.

Сокращение субсидирования процента за счет бюджета (по мере нормализации уровня процента в экономике).

Реализация крупных национальных проектов с участием Центрального банка, обеспечивающих рост внутреннего спроса на основе целевого рефинансирования Банком России коммерческих банков под низкий процент, с ограничениями процентной маржи, под программы модернизации предприятий, производящих продукцию с высокой добавленной стоимостью, дешевой ипотеки, финансирования малого бизнеса, аграрного кредита для фермерских хозяйств, малых и средних перерабатывающих предприятий, развития инфраструктуры в Центральной России и других ключевых регионах.

Использование квот и других элементов «административного распределения» при организации рефинансирования кредитов в приоритетные сектора со стороны Центрального банка (на период 5—10 лет).

Максимальное поощрение прямых иностранных инвестиций (сокращение регулятивных издержек и фискальной нагрузки, создание налоговых преференций).



## **Денежно-кредитная, процентная, валютная политика.**

### **Счет капитала**

#### *А. Денежно-кредитная политика*

Проведение последовательной и осторожной денежно-кредитной политики, направленной на сбалансированный рост финансовой глубины экономики:

— переход к «мультицелевому», основанному на одновременном таргетировании денежной массы (органичный рост монетизации), инфляции (ее снижение при условии активного противодействия государства немонетарной инфляции), процента (снижение ставки рефинансирования, других ставок процента Банка России), широкого коридора колебаний курса рубля (сокращение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом);

— постепенное сужение валютного коридора по мере нормализации процента, финансовой глубины, волатильности при

— усилении роли механизма рублевой эмиссии через рефинансирование коммерческих банков;

— либеральном режиме счета капиталов (возможность введения налоговых и других рыночных ограничений при усилении волатильности);

— осторожном, не нарушающем рыночность среды использовании административных ограничений («потолков», лимитов, границ, нормативов) для ослабления дисбалансов и волатильности финансов России в ключевых параметрах (курс рубля, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала);

— отказе от абсолютизации вывода «избыточной» ликвидности как антиинфляционной меры; направлении части ресурсов бюджета (профицит, кассовые остатки) и внебюджетных фондов для поддержки внутреннего денежного спроса, на вложения в публичные облигации крупнейших российских корпораций;

— оптимизации валютных резервов (относительное снижение, отказ от автоматизма в накоплении резервов на основе эмиссии рублей преимущественно против поступления валюты, диверсификация по странам и инструментам).

#### *Б. Валютный курс*

«Крепкий рубль» — миф, препятствующий регулированию валютного курса в целях получения страной сравнительных преимуществ

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

на мировом рынке, стимулирования роста экономики. Среднесрочная цель — преодоление уникального разрыва между реальным и номинальным эффективным курсами рубля (вместо до- и посткризисной политики закрепленного курса, прерываемого шоками и девальвациями).

С этой целью сбалансированное ослабление рубля при расширении коридора, в котором изменяется валютный курс, для поощрения экспорта продукции высокой степени переработки, в том числе высокотехнологичного экспорта, импортозамещения, стимулирования прямых иностранных инвестиций, создания рыночных барьеров для спекулятивных «горячих денег» нерезидентов.

### *В. Внедрение рубля в международный оборот*

Достижение к 2025 г. статуса региональной резервной валюты при условии роста доли России в мировом ВВП и глобальных финансовых активах до 4—6%.

Действия монетарных властей / финансовых регуляторов, направленные на укрепление международного статуса рубля (аналог — деятельность денежных властей Китая по обмену с другими центральными банками валютой на основе свопов, заключение клиринговых соглашений, соглашений по организации трансграничных расчетов, создание клиринговых систем для обслуживания международного оборота юаня).

### *Г. Счет капитала*

Стабилизация счета капитала с обращением, при необходимости, к квазирыночным инструментам, ограничивающим потоки «горячих денег» (обязательное резервирование средств, обложение налогом средств, выводимых в короткие сроки, запрещение отдельных сделок, связанных с carry trade, инвестиций в отдельные финансовые инструменты, лимитирование позиций по краткосрочным внешним долгам для операций на финансовом рынке и т.п.).

### *Д. Противодействие немонетарной инфляции*

Нормализация инфляции, имеющей в России преимущественно немонетарный характер, до 1—3%, на основе перехода к активной модели антимонопольного и ценового регулирования:

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

— ограничение роста цен естественных монополий; глубокое снижение регулятивных издержек как части монопольно высоких цен; временное расширение круга административных цен (с понижением лимитных цен); переход к госзаказу по низким лимитным ценам; внедрение в госзаказ и ценовое регулирование программы международных ценовых сопоставлений; рост операционной способности органов антимонопольного регулирования.

### Налоговое стимулирование

Новые принципы налоговой политики:

— снижение фискальной нагрузки, постепенный переход к уровням нагрузки, свойственным новым индустриальным / быстрорастущим экономикам (27—30% ВВП);

— значительное («ударное») усиление дискреционных элементов в налогах для решения задач модернизации экономики, в том числе резкое расширение налоговых стимулов в части розничных вложений в акции российских компаний, прямых иностранных инвестиций, вложений длинных денег в приоритетные отрасли, связанные с производством продукции с высокой добавленной стоимостью, в сектор инноваций, в сегменты, связанные с оборотом интеллектуальной собственности, имущества и доходов, связанных с научно-исследовательской деятельностью и ее результатами;

— «ударные пакеты» налоговых льгот в «зонах сверхбыстрого роста» (в том числе специализированных зонах под ПИИ);

— «ударное» налоговое стимулирование компаний, показывающих высокие темпы экономического роста (рост выручки и доходов в сопоставимых ценах);

— налоговые каникулы малым инновационным предприятиям, другим стартапам в течение первых лет работы; освобождение от уплаты налога на прибыль инновационной инфраструктуры (технопарков, бизнес-инкубаторов) и др. (см. анализ налогового опыта Японии, Кореи, Сингапура, Китая).

### Рост оцененности, конкурентоспособности финансового рынка, модернизация его архитектуры

Обновление модели финансового рынка:

— уход от спекулятивной модели рынка в меру роста финансовой глубины экономики; отказ от формального копирования международной практики (США, Великобритания, еврозона); разви-

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

тие смешанной модели рынка, совмещающей «market-based» (англосаксонская модель) и «bank-based» (континентальная модель);

- сочетание универсальных коммерческих банков с независимыми инвестиционными банками; развитие смешанной модели венчурной индустрии, основанной на взаимодействии государственных и частных институтов венчурного финансирования (европейский и азиатский опыт);

- все большее насыщение финансовыми активами, новыми инструментами, институтами, финансовыми технологиями (достижение большей степени зрелости, финансовой глубины, секьюритизации);

- диверсификация финансового сектора, переход от структуры незрелых развивающихся рынков (коммерческие банки — 90—95% финансовых активов), к структуре развитых рынков (доля коммерческих банков не выше 60%, остальное — институты рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций).

Модель регулирования:

- развитие «разноскоростной» модели регулирования (разные объемы и жесткость регулирования различных институтов и сегментов финансового рынка в зависимости от природы их рисков и функций, выполняемых в макроэкономике);

- меньшая регулятивная нагрузка, чем в развитых экономиках, учитывая необходимость ускоренного роста финансового рынка России, его более высокие риски как развивающегося; выполнение обязательств, накладываемых мировой реформой глобального финансового регулирования (G-8 и G-20) с замедлением в сравнении с развитыми экономиками;

- инвентаризация и снижение избыточных регулятивных издержек, накопленных за два десятилетия; исключение неоправданного регулятивного арбитража между институтами и финансовыми инструментами;

- расширение «периметра» финансового регулирования. Переход к регулированию и консолидированному надзору за финансовыми конгломератами / финансовыми / банковскими холдинговыми компаниями / пулами инвестиционных активов и их агрегированными рисками, системно значащими финансовыми институтами (коллегии регуляторов). Включение в сферу регулирования внебиржевых рынков, финансовых институтов и инструментов «параллельной банковской деятельности» и безлицензионного финансового посредничества;

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

— реструктуризация финансовых институтов (рост капитализации, усиление систем регулирования рисков и конфликтов интересов, особенно в небанковских институтах», создание «китайских стен», адаптация стандартов Базеля, снижение уровня огосударствленности и концентрации (олигополии); создание полноценной системы пруденциального надзора за небанковскими финансовыми институтами); перенос центра тяжести с государственного надзора за соблюдением формальных требований законодательства (внутренний учет, раскрытие информации, правила совершения сделок и т.п.) на пруденциальный надзор;

— реструктуризация / разгосударствление / коммерциализация активов финансовых институтов с государственным участием, имеющих значительные размеры проблемных активов и скрытой убыточности;

— усиление антимонопольного регулирования на финансовом рынке, воссоздание рыночной среды (деконцентрация, реструктуризация крупнейших банков с государственным участием (на основе создания финансовых холдингов, выделения крупных активов), «разгосударствление» (снижение объемов государственного участия в сети финансовых институтов и в финансовых активах).

Эмитенты. Сокращение регулятивных издержек эмитентов, прежде всего компаний малой и средней капитализации (инновационный, быстрорастущий сектор), в сегменте непубличных ценных бумаг. Сокращение списка эмитентов «федеральной группы»; децентрализация регистрации эмиссий; введение уведомительного порядка регистрации непубличных малых эмиссий; создание института «полочной регистрации» (аналог США); программа обязательного листинга для крупнейших компаний; для эмитентов, получающих государственное финансирование; для компаний, госучастия в которых приватизируются; создание кросс-листинга на российских и крупнейших международных биржах.

Урегулирование механизмов рынка слияний и поглощений (тендерные предложения, недружественные поглощения, разграничение с рейдерством и т.п.).

Финансовые инструменты и сделки. Снижение административных барьеров при эмиссии ценных бумаг, накопленных за два десятилетия; ограничение обращения российских депозитарных расписок как инструмента вывоза капитала офшорными холдинговыми компаниями с российскими активами; стандартизация и включение в периметр регулирования всех видов внебиржевых фи-

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

нансовых продуктов; усиление защиты прав кредиторов по долговым инструментам; исключение обширного массива неопределенностей в налоговом законодательстве в части финансового рынка; урегулирование оборота складских свидетельств, новых видов финансовых продуктов (этические финансы, религиозные финансы, гендерные финансы, «зеленые» финансы и т.п.).

Организаторы рынка, депозитарная, расчетно-клиринговая и учетная инфраструктура. Реализация концепции «Национального финансового рынка» в целях снижения фрагментарности и транзакционных издержек (аналог — США):

— снижение регулятивных издержек до уровня, позволяющего конкурировать с ключевыми зарубежными торговыми площадками;

— переход к концепции «Русские биржи» (Spanish Exchanges, OMX Exchanges (Скандинавия, Прибалтика), Hong Kong Exchanges) — создание интегрированной биржевой, депозитарной и расчетно-клиринговой структуры, объединяющей все биржи организованных финансового и товарного рынков. В этих рамках формирование крупного биржевого центра ценообразования на энергоносители и металлы, интеграция с формируемой биржей энергоносителей, создание биржевого рынка квот на выбросы парниковых газов (аналог — климатические биржи за рубежом);

— обеспечение условий для создания альтернативных торговых систем.

Информационная инфраструктура. Переориентация информационной базы финансовых регуляторов на нужды микро- и макропруденциального надзора, переход на полностью электронные форматы; развитие системы ценовых индикаторов, ценовых центров и централизованных систем раскрытия информации о всех сегментах внебиржевых рынков (репо, облигации, коммерческие бумаги, деривативы, свопы, продукты секьюритизации и т.п.);

— преодоление информационных асимметрий, обеспечение свободного доступа массового инвестора к финансовой информации. Восстановление бесплатной общедоступной системы раскрытия данных о рынке (эмитентах, финансовых посредниках, инвесторах) в собственности государства (аналогия — Edgar, США);

— обеспечение информационной прозрачности рейтинговых агентств (собственность, корпоративное управление, конфликты интересов, методики рейтинга), введение элементов надзора в дополнение к государственной аккредитации; отказ от преференций

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

по отношению к международным рейтинговым агентствам в ущерб российским; создание института обязательного рейтинга для сверхкрупных эмиссий;

— расширение области применения МСФО и консолидированной отчетности в реальном секторе и небанковских финансовых институтах;

— формирование полноценной системы статистики финансового рынка, адекватной по уровню денежно-кредитной статистике.

Регулирование. «Интервенционизм», активизм государства в развитии финансового рынка. Переход от модели регулирования, основанной на жестких предписаниях, к модели, в центре которой принципы, соглашения, стандарты, прецеденты, с переносом основного объема работы по формированию стандартов и правил в саморегулируемые организации. Преодоление фрагментарности системы регулирования.

Предупреждение «перерегулирования» (излишнего регулирования) в форматах G-20. Реализация принципов мировой регулятивной реформы с отставанием от G-7, еврозоны и других развитых стран.

Обеспечение публичности (раскрытие информации) Совета при Президенте РФ по развитию финансового рынка. Введение ежегодных «Основных направлений государственной политики на финансовом рынке» и отчетов мегарегулятора.

Завершение формирования мегарегулятора, увеличение его ресурсной базы (обеспечение операционной способности, необходимой для выполнения функций). Возврат к отдельному ведомству — мегарегулятору (вместо регулятора в составе Банка России)<sup>1</sup>.

Создание системы гарантирования и страхования частных инвестиций (компенсационных фондов СРО финансовых посредников, покрывающих риски невыполнения обязательств перед клиентами, либо централизованных систем резервирования средств с участием государства).

Формирование полноценной системы макро- и микропруденциального надзора за всеми видами финансовых институтов, в том числе системно значимыми и холдинговыми (коллегии регуляторов), за крупными торговыми позициями; создание механизмов урегулирования системного риска (мониторинг, «раннее оповеще-

---

<sup>1</sup> Анализ аргументов см. в статье: *Миркин Я. М.* Предпосылки и последствия создания мегарегулятора // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. № 3(19). С. 135—138.

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

ние», обмен данными, координация властей, чрезвычайные действия, линии ликвидности).

Создание специализированных судов (применением законодательства об акционерных обществах, финансовом рынке, защите прав инвесторов).

### **Интеграция России в мировые финансовые рынки**

Постсоветское пространство. Осуществление программы мер по интеграции финансовых рынков стран СНГ / ЕврАзЭС / ТС — ЕЭП, обеспечивающих их консолидацию и увеличение объемов инвестиционных ресурсов. Унификация / гармонизация законодательства стран СНГ / ЕврАзЭС по финансовому рынку и акционерных обществах. Интеграция биржевых рынков ценных бумаг и деривативов, по аналогу валютного рынка (взаимный допуск нерезидентов ТС — ЕЭП для торговли на биржах).

Взаимное признание:

— государственной регистрации ценных бумаг. Разрешение на вывоз и допуск к обращению ценных бумаг. Внедрение программы «кросс-листинга»;

— лицензий, аттестатов, выданных для ведения деятельности на финансовом рынке («двойной паспорт», «суперлицензия»).

Международный финансовый центр (МФЦ) должен иметь многоуровневую архитектуру.

### **МФЦ в широком смысле**

— национальный проект «Финансовая площадка Россия» (аналог — Германия, 1990-е гг.), создание в РФ финансового центра для постсоветских и других развивающихся рынков (примеры — Варшава, Вена, Франкфурт, Лондон);

— Москва как МФЦ (создание удобной среды для нерезидентов; программа льгот (налоги, аренда, доступ к иным ресурсам города); система управления проектом в структуре города (аналоги — Лондон, Франкфурт).

### **МФЦ в узком смысле**

— МФЦ как агентство (членство дает право на налоговые льготы по сделкам «нерезидент — нерезидент», аналоги — Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алма-Ата);



## 7. Программа «финансового форсажа» для России

- международный сегмент на биржах для сделок нерезидентов между собой, под налоговые льготы (аналоги — Стамбул, Алма-Ата);
- две свободные финансово-банковские зоны (Калининград и Сочи, др.) под юрисдикцией РФ, обеспечивающие информационную прозрачность и имеющие статус сотрудничающих с налоговыми властями (аналоги — Великобритания (острова Мэн, Гернси, Джерси), Дубай). В качестве одного из возможных компонентов МФЦ — применение британского права (вариант — специализированный суд) по операциям участников МФЦ между собой.

Создание структуры МФЦ в узком смысле. Обязательные составляющие:

- специальное законодательство, направленное на снижение регулятивных издержек и рисков участников МФЦ, гармонизированное с правилами и обычаями международного финансового оборота (с ключевыми рынками, ориентированными на нерезидентов (Лондон));

- особый порядок регулирования и судопроизводства, обеспечивающий доверие инвесторов (вариант — учреждение специального суда);

- обособленное местоположение (варианты — выделенный территориальный анклав или административно-территориальная единица с особым статусом);

- организационно-юридическая обособленность (юридическое лицо, имеющее особый статус, участие в котором является свидетельством членства в МФЦ, сегмент финансового рынка со специально созданным для него юридическим и налоговым режимами и т.п.);

- признание полученных за рубежом регистраций, лицензий, аттестатов финансовых институтов и специалистов — участников финансового рынка, юридического статуса финансовых инструментов для параллельного обращения на рынках МФЦ, программы кросс-листинга;

- система налоговых и иных льгот для нерезидентов — участников МФЦ (широкая международная практика — по всем видам налогов);

- инфраструктура международного класса; привилегированный доступ, в том числе ценовой, к недвижимости, находящейся в государственной собственности;

- спецрежим, снижающий регулятивные издержки (визы, регистрации, имущественные права и т.п.);

## 7. Программа «финансового форсажа» для России

— обособленная система управления МФЦ (создание уполномоченного органа государственной власти, подразделения в системе городского управления); специализированное агентство (примеры — Лондон, Франкфурт, Париж, Дубай, офшорные финансовые центры, Казахстан); некоммерческая организация «Московский МФЦ» (примеры — Дублин, Ванкувер, Монреаль);

— политика создания МФЦ (программы государства и крупного города, развивающего финансовый центр, подкрепленные финансовыми ресурсами);

— создание пула крупных иностранных финансовых институтов — поставщиков ликвидности для запуска российского проекта МФЦ.

### Финансы инноваций

Развитие сети федеральных и региональных институтов развития в государственной и смешанной собственности до операционной способности, позволяющей принять массовый поток инноваций (за счет бюджета, государственно-частного партнерства).

Диверсификация видов венчурных институтов, снижение их регулятивных издержек, налоговые стимулы (малые инновационные предприятия, эндаумент-фонды, фонды поддержки научной, научно-технической, инновационной деятельности, региональные фонды содействия развитию малых форм предпринимательства в научно-технической сфере, фонды развития инфраструктуры венчурных инвестиций, отраслевые инвестиционные фонды финансирования инноваций в приоритетных и базовых отраслях и т.п.).

Наращивание бюджетного финансирования инноваций (достижение расходов на НИОКР в ВВП уровня выше среднего по странам ОЭСР — 2,3%).

Создание национальных систем:

— раскрытия информации об инновациях (создание «массового потока»);

— коммерциализации интеллектуальных результатов, получаемых в госсекторе экономики, за счет бюджетных средств (федеральный, субфедеральный, региональный уровни).



Приложения



# Япония

Приложение 1

## Периодизация этапов экономической политики Японии в 1950—1970-е гг.

Период	Суть экономической политики	Основные экономические приоритеты	Ключевые «узлы» экономической политики	Основные программные документы	Достигнутые экономические результаты
1955—1970 гг. Система «быстрого роста» (High-Growth System)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Индустриализация на базе тяжелой и химической промышленности</li> <li>Активное развитие импортозамещающих отраслей</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Развитие отраслей, продукция которых обладает высокой эластичностью спроса</li> <li>Высокие темпы экономического роста</li> </ul>	<p>1. Понимание центральной роли государства в экономике при отказе от построения полностью контролируемой государством плановой экономики (первоначальный послевоенный курс экономической политики Японии). Японскими экономистами для определения сути такой системы используется термин «государственно-монополистический капитализм» (State Monopoly Capitalism); западные экономисты предпочитают название Developmental Capitalism («капитализм, ведомый государством»).</p> <p>2. Основной проводник экономической политики</p>	<p>Сентябрь 1949 г. — принятие МПТ Политики промышленной рационализации (Policy Concerning Industrial Rationalization) — ключевой документ, определивший основы политики «быстрого роста».</p> <p>Март 1952 г. — принятие Закона о содействии рационализации бизнеса (Enterprises Rationalization Promotion Law) — первого из по меньшей мере 58 законов, принятых по инициативе МПТ между 1952 г. и 1965 г. и определяющих экономическую политику Японии.</p> <p>1954 г. — принятие усовершенствованных версий Плана Окадо (официальное название «Как сделать нашу экономику независимой»);</p>	<p>Декабрь 1954 г. — июнь 1970 г. — беспрецедентный бум (среднегодовой темп роста реального ВВП в 1956—1970 гг. — 8,9%), прерванный двумя рецессиями (на год с середины 1957 г. по середину 1958 г. и на первые 10 месяцев 1962 г.)</p>
1949—1954 гг. Подготовительный этап (подготовка институтов системы «быстрого роста»)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Содействие экспорту, в частности, путем восстановления экономических связей со странами ЮВА</li> </ul>		<p>— <i>Министерство внешней торговли и промышленности</i> (Ministry of International Trade and Industry, MITI) совместно с Министерством финансов, Банком Японии и другими органами, обладающее уникальным набором полномочий, которому нет прямых аналогов в других развитых индустриальных демократиях; оно выполняло функцию «управления проектом развития».</p> <p>Чрезвычайно важными составляющими проводимой экономической политики были:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ее активная популяризация;</li> <li>привлечение к разработке экономических решений представителей бизнес-сообщества и</li> </ul>		
1952—1961 гг. — «Золотой век» МПТ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Протекционизм во внешнеэкономической политике</li> </ul>				

Продолжение приложения 1

Период	Суть экономической политики	Основные экономические приоритеты	Ключевые «узлы» экономической политики	Основные программные документы	Достигнутые экономические результаты
			<p>ученых на постоянной основе (через постоянно действующие советы);</p> <p>— организация повышения экономической квалификации для топ-менеджеров и журналистов;</p> <p>— использование методов «административного руководства» (Administrative Guidance) (с его институционализацией после потери полного валютного контроля в 1964 г.) — устных рекомендаций MITI для бизнеса (использовались для регулирования конкуренции, распределения инвестиций внутри отрасли и т.п.).</p> <p>3. Выбор приоритетных отраслей (продолжение политики «приоритетного производства» (Priority Production), проводимой во 2-й половине 1940-х гг.) и реализация комплекса мер прямой и косвенной государственной поддержки их развития.</p>	<p>— одобренной Правительством Комплексной политики экономической экспансии (Comprehensive Policy for Economic Expansion);</p> <p>— принятого MITI Обзора новой промышленной и внешнеэкономической политики (Outline of the New International Trade and Industry Policy).</p>	<p>Изменение структуры японской экономики с легкой трудоэкономной на тяжелую промышленность (Kishi-Shina Line). Рост доли обрабатывающей промышленности с 28% до 36%. Ко второй половине 1950-х гг. машиностроение стало основной экспортерской группой среди экспорта с высокой добавленной стоимостью.</p> <p>При этом Япония оставалась полностью закрытой экономикой, все контакты с зарубежными странами контролировались государством</p>
		<p>В первой половине 1950-х гг. MITI развивало угольную, стальную промышленность, производство химических удобрений, электроэнергетику, судостроение; впоследствии — по мере готовности — производство синтетических текстильных изделий (с 1953 г.), пластмасс (с 1955 г.), нефтехимии (с 1955 г.), автомобилестроения (с 1956 г.), электроники (с 1957 г.) и т.п.</p> <p>Некоторые отрасли создавались в соответствии со специальным законом, вводящим для них на</p>			

			<p>временной основе специальные меры поддержки (например, электроника).</p> <p>4. Финансирование приоритетных отраслей (проектов) на условиях, недоступных для частного сектора (с использованием для этих целей таких институтов, как государственная почтовосберегательная система, «второй» или «инвестиционный» «бюджет» Японии (официальное название — «План фискального инвестирования и кредитования» (Fiscal Investment and Loan Plan (FILP)), сеть государственных банков).</p> <p>5. Создание системы чрезмерного кредитования (overloping) городскими банками (city banks) экономики (через выдачу последними кредитов, гарантированных государством).</p> <p>Итогом данной политики, приведшей к высокой зависимости экономики от государственной помощи, поступающей через банки, стало:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— фактически воспроизведение архитектуры довоенной экономики Японии — на базе банковских кейрецу вместо довоенных дзайбацу; расформированные в рамках проводимой союзными оккупационными войсками (SCAP) антимонопольной политики дзайбацу (финансово-промышленные группы, контролируемые семейными холдинговыми компаниями и составлявшие основу японской экономики) стали реструктуризироваться в кейрецу, ядром которых в большинстве случаев становился банк.</li> </ul> <p>В 1950-е гг. сложилась «большая шестерка» банковских кейрецу, основанных на банках: Fuji, Sanwa, Dai Ichi, Mitsuи, Mitsubishi и Sumitomo;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— система перекрестного владения собственностью между банками и бизнесом;</li> <li>— жесткая конкуренция между банковскими кейрецу.</li> </ul>	<p>Декабрь 1955 г. — Пятилетний план экономической независимости (1956—1960 гг.)</p> <p>Декабрь 1957 г. — Новый долгосрочный экономический план (1958—1962 гг.)</p> <p>Некоторые отраслевые законы:</p> <p>1948 г. — Закон о финансовых инструментах и биржах (Financial Instruments and Exchange Act);</p> <p>1949 г. — Закон об иностранной валюте и внешней торговле (Foreign Exchange and Foreign Trade Act);</p> <p>1950 г. — Закон об иностранных инвестициях (Law Concerning Foreign Investment)</p>	<p>Планируемый годовой темп роста ВВП — 5%; достигнутый — 9,1%</p> <p>Планируемый годовой темп роста ВВП — 6,5%; достигнутый — 10,1%</p>
--	--	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Период	Суть экономической политики	Основные экономические приоритеты	Ключевые «узлы» экономической политики	Основные программные документы	Достигнутые экономические результаты
			<p>Поскольку банки получали кредиты на финансирование одних и тех же отраслей (приоритетных), в структуре каждой кейрсеу присутствовали компании всех приоритетных отраслей. Эта система получила название «Один набор» (One Setism) и создала опасность перепроизводства и впоследствии — необходимость слияния и поглощения компаний одной отрасли, принадлежащих к разным кейрсеу.</p> <p>6. Постепенная ликвидация (до 1974 г., когда начался обратный тренд) антимонопольного законодательства, принятого в период оккупации и основанного на законодательстве США; отмена запрета эксклюзивного использования технологий и ноу-хау (серьезная преграда для импортеров технологий), разрешение создания картелей в малом бизнесе, разрешение картелей (под именем «кооперативное поведение») в периоды депрессии и для отраслей в процессе рационализации, обязательность картелей для малых компаний-экспортеров и т.п.</p> <p>7. Государственные субсидии на экспериментальную установку и испытания нового оборудования.</p> <p>8. Комплекс мер по коммерциализации продукции приоритетных отраслей и поддержке торговли.</p> <p>9. Государственное финансирование строительства инфраструктурных объектов (порты, скоростные магистрали, железные дороги, сети</p>		



<p>1960-е гг. (с 1962 г.) — «Золотые шестидесятые»</p>	<p>Либерализация торговли Начало либерализации счета капитала</p>		<p>линий электропередачи, газопроводы, промышленные парки), максимально рационализированное с учетом роли внешней торговли для японской промышленности** и превосходящее действующие на момент строительства производственные мощности; обеспечение их доступности для одобренных отраслей. 10. Широчайшее налоговое стимулирование экономики. 11. Тотальный государственный контроль за импортом технологий; их направление в приоритетные отрасли при максимальном ограничении иностранного владения японскими компаниями. 12. Защита от иностранной конкуренции (в отношении как продукции (высокие тарифы, квотирование и др.), так и капитала). 13. Полный валютный контроль с составлением валютных бюджетов. 14. Полный государственный контроль над сельским хозяйством и рыболовством, а также финансовой сферой</p>		<p>Начало построения открытой экономики  Планируемый годовой темп роста ВВП — 7,2%; достигнутый — 10,4%</p>
				<p>Июнь 1960 г. План либерализации в торговой и валютной сферах (Plan for the Liberalization of Trade and Exchange). Декабрь 1960 г. Национальный план по удвоению доходов (Plan Ikeda) (Ikeda's Income-Doubling Plan) (1961—1970 гг.)</p>	

Период	Суть экономической политики	Основные экономические приоритеты	Ключевые «узлы» экономической политики	Основные программные документы	Достигнутые экономические результаты
			<p>Ключевые «узлы» экономической политики</p> <p>воства,** (применялась и в 1950-х гг., но в меньших объемах), которую заложили не принятый Закон о специальных мерах содействия развитию установленных отраслей (Special Measures Law for the Promotion of Designated Industries) 1963 г.</p> <p>(12). Смягчение валютного контроля — прекращение практики составления валютных бюджетов (с апреля 1964 г.).</p> <p>(13). Меры по смягчению негативных последствий либерализации торговли:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— создание экспортных агентств, в частности, Японской организации внешней торговли (Japan External Trade Organization, JETRO);</li> <li>— пересмотр ставок тарифов и режимов торговли для защиты либерализуемых отраслей;</li> <li>— увеличение капитала Экспортно-Импортного Банка Японии для наращивания финансирования экспорта.</li> </ul> <p>(14). Поддержка слияний и картелей, координирующих инвестирование в важных отраслях; стимулирование изменения структуры экономики в направлении сокращения количества фирм в каждой отрасли с укрупнением оставшихся, ограничения чрезмерного инвестирования и избыточных производственных мощностей, переориентации части производств (в рамках борьбы с чрезмерной конкуренцией, вызванной деятельностью банковских кейрецу, и для защиты низкокапитализированной</p>		

<p>1971—1979 гг.</p> <p>Развитие экономики, основанной на знаниях (Knowledge-Intensive Industrial Structure)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Индустриализация на базе отраслей экономики, основанных на знаниях</li> <li>• Интернационализация (открытие рынков товаров и капитала)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие высокотехнологичных экологических отраслей с высокой добавленной стоимостью.</li> <li>• Постепенное сворачивание отраслей, сокращение действующих перенаселенных и уходящих экологическую ситуацию</li> </ul>	<p>японской экономики от поглощения более крупными иностранными компаниями); — посреднические услуги при слиянии компаний;</p> <p>— кредитование Японским банком развития (Japan Development Bank, JDB) объединения крупных фирм (кредитование на эти цели малого и среднего бизнеса началось значительно раньше, под иными предлогами, чтобы не противоречить антимонопольному законодательству); — налоговые льготы для поощрения слияний.</p> <p>(15). <i>Начало либерализации счета капитала</i> (с. 1967 г.).</p>	<p>Май 1971 г. — опубликование новой промышленной политики (база — тезисы Амайи (Aomai no Amau) 1969 г.), признающей необходимость «быстрого роста» (загрязнение окружающей среды, перенаселение, ухудшение отношений с США).</p> <p>Ноябрь 1974 г. — опубликование МТП долгосрочного видения структуры экономики (с его ежегодным пересмотром), расшифровывающей сущность экономики, основанной на знаниях, провозглашающей курс на интернационализацию и окончание политики протекционизма и установившей жесткие стандарты</p>	<p>В целом открывающая экономика с одним из самых высоких уровней ВВП на душу населения, богатая нация</p> <p>Начало изменения структуры экономики с доминирования тяжелой промышленности на развитие третичного сектора (сектора услуг)</p> <p>Среднегодовой темп роста реального ВВП — 5,28%</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Период	Суть экономической политики	Основные экономические приоритеты	Ключевые «узлы» экономической политики	Основные программные документы	Достигнутые экономические результаты
		<p>ное обеспечение, промышленное консультирование), авиационная и космическая отрасли и т.п.</p> <p>(7). Реализация масштабной программы перемещения населения, включая:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— сильные налоговые стимулы для переноса производства из коридора Токио—Кобе;</li> <li>— строительство сети железных дорог по всей стране, соединяющих о-ва Шикокю и Хоккайдо с о-вом Хонсю посредством системы мостов и туннелей.</li> </ul> <p>(8). Завершение либерализации счета капитала (достигнута к 1973 г. за исключением стратегических отраслей МПТ и отраслей экономики, в которых традиционно применение протекционистских мер; к 1976 г. включая стратегические отрасли МПТ и розничную торговлю; полное снятие ограничений — к концу 1980 г.).</p> <p>(9). Переход к свободному плаванию японской иены (с 1973 г.).</p> <p>(10). Ужесточение антимонопольного законодательства (с 1977 г.), затрудняющее функционирование нелегальных картелей и дающее государству ограниченную возможность разделять монополии, при поощрении создания картелей в структурно депрессивных отраслях экономики, а также картелей и слияний по ограничению</p>	<p>энергосбережения и формирования запасов нефти</p> <p>Некоторые отраслевые законы:</p> <p>Июль 1973 г. — Закон о временных мерах против «корнеров» на рынке и удорожания товаров от их продажи в отношении товаров повседневного спроса</p> <p>(Temporary Measures Law Against the Kaishime and Urioshimi of Daily Life Commodities)</p> <p>Ноябрь 1973 г. — принятие Политики чрезвычайных контрмер в нефтяной сфере (Emergency Petroleum Countermeasures Policy), направленной на преодоление последствий «нефтяного шока» октября 1973 г.</p> <p>Декабрь 1973 г. — Закон о чрезвычайных мерах по стабилизации средств к существованию населения (Emergency Measures Law for the Stabilization of the People's Livelihood) и Закон</p>		

			инвестиций, создаваемых с целью снижения избыточных мощностей	по нормализации предложения и спроса на нефть (Petroleum Supply and Demand Normalization Law). Май 1978 г. — Закон о временных мерах по стабилизации установленных «депрессивных» отраслей (Temporary Measures Law for the Stabilization of Designated Depressed Industries)
--	--	--	---------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

\* Фактически речь идет о кредитном плане на макроэкономическом уровне: направлением государством в экономику (через сеть государственных банков) накопленной населением, мобилизуемых с помощью государственной почтово-сберегательной системы.

\*\* Учитывая ориентацию промышленности на импорт сырья и экспорт продукции, строительство инфраструктурных объектов исходило из предпосылки необходимости интеграции заводов и портовых сооружений. Пример данной политики — промышленный пояс Кейю Кобуо Chitai, созданный в 1950—1960-х гг. на намытых участках в Токийском заливе и занимающий часть префектуры Тиба.

\*\*\* Яркий пример неформальных методов государственного управления (политики «административного руководства») приведен Джонсоном в своей книге «MITI и японское чудо»: в ответ на протест топ-менеджера городского банка, заявленный Министерству финансов против установленной банку квоты покупки государственных облигаций, чиновник сказал: «Итак, Вы думаете, что Ваш банк может выжить даже после коллапса Японии? Возвращайтесь и передайте Вашему президенту в точности то, что я сказал» (Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975. Stanford University Press, 1982. P. 267).

Источники: Johnson C. A. MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975. Stanford University Press, 1982; Aramaki K. Sequencing of Capital Account Liberalization — Japan's experiences and their implications to China. Public Policy Review, 2006. Vol. 2. No. 1. P. 177—232; Ito T. Japan and the Asian Economies: A 'Miracle' in transition // Brookings Papers on Economic Activity, 1996. Vol. 27. Issue 2. P. 205—272; Beniamino Quintieri. Presentation for Italy-Japan Business Group // www.ijbg.ice.it; International Financial Statistics. IMF eLibrary Data Base.

# Южная Корея

Приложение 2

## Уровень развития экономики и финансовой системы Южной Кореи

Экономика: с 1997 г. по классификации МВФ развитая страна.

Финансовый рынок: в настоящее время (апрель 2014 г.) по различным классификациям может относиться как к развитым, так и развивающимся.

По классификации S&P (на основе базы данных Международной финансовой корпорации<sup>1</sup>) — развитый финансовый рынок (с 2001 г.)<sup>2</sup>. До осени 2013 г. в классификации Dow Jones был развивающимся, по результатам интеграции с методологией индексов S&P отнесен к развитым.

По классификации FTSE — развитый<sup>3</sup> (с сентября 2009 г.)<sup>4</sup>.

По классификации MSCI — развивающийся<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> База данных Международной финансовой корпорации была приобретена S&P в 2000 г.

<sup>2</sup> S&P Global BMI, S&P/IFCI Indices Methodology. S&P Dow Jones Indices. May 2014. P. 21.

<sup>3</sup> Country Classification in FTSE Global Benchmark. <http://www.ftse.com>, Раздел Indices / Country Classification.

<sup>4</sup> *Schwartz J.* WisdomTree: Is South Korea Developed or Emerging? ETF Trends.com. 25 November 2013.

<sup>5</sup> MSCI Market Classification. <http://www.msci.com>, Раздел Products / Indices / Market Classification.

**Внешний долг Кореи, % к ВВП / ВВП**Таблица П1. **Внешний долг к ВВП, 1961—1986 гг.**

Год	Внешний долг к ВВП, %
1961	3,9
1962	3,8
1963	5,6
1964	6,2
1965	6,9
<b>1966</b>	<b>10,7</b>
<b>1967</b>	<b>15,1</b>
<b>1968</b>	<b>22,9</b>
<b>1969</b>	<b>27,2</b>
1970	28,7
1971	31,2
1972	34
1973	31,5
<b>1974</b>	<b>32</b>
<b>1975</b>	<b>40,5</b>
1976	36,7
1977	33,8
1978	26,5
<b>1979</b>	<b>32,5</b>
<b>1980</b>	<b>45</b>
<b>1981</b>	<b>49</b>
1982	53,5
1983	53,1
1984	52,3
1985	56,3
1986	46,8

Источник: South Korea's Experience with External Debt. NBER Working Paper No. 2598. Cambridge, 1988.

Южная Корея

Таблица П2. Внешний долг к ВВП, 1994—2013 гг.

Год	Внешний долг к ВВП, %
1994	18,5
1995	20,5
1996	25,3
<b>1997</b>	<b>30,4</b>
<b>1998</b>	<b>42,4</b>
1999	30,3
2000	25,3
2001	23,0
2002	22,3
2003	21,5
2004	20,5
2005	19,2
<b>2006</b>	<b>24,1</b>
<b>2007</b>	<b>32,3</b>
<b>2008</b>	<b>33,9</b>
<b>2009</b>	<b>41,3</b>
2010	35,1
2011	35,9
2012	36,2
2013	34,1

Источники: Внешний долг — ECOS (Economic Statistics System). Раздел 8. Balance of Payments / Trade / FX. 8.7. External Debt/ Assets. 8.7.1. External Debt (Gross External Debt). <http://ecos.bok.or.kr>.

ВВП — IMF WEO Database, April 2014. Показатель «Gross Domestic Product, Current Prices, U. S. Dollars».



**Структура иностранных финансовых потоков в Корею  
в 1962—1992 гг., млн долл. (%)**

Показатель	1962—65	1966—72	1973—78	1979—85	1986—92
Государственные кредиты	62 (7,1)	1130 <b>(26,4)</b>	3431 <b>(30,6)</b>	10 015 <b>(28,9)</b>	4688 (15,4)
Коммерческие кредиты	71 (8,0)	1950 <b>(45,6)</b>	5858 <b>(52,2)</b>	7937 <b>(22,7)</b>	5206 (17,1)
Прямые инвестиции	13 (1,5)	227 (5,3)	704 (6,3)	1157 (3,3)	5684 (18,7)
Банковские кредиты	—	205 (4,8)	1 007 (9,0)	11 892 <b>(34,1)</b>	4 318 (14,2)
Облигации финансовых организаций	—	—	219 (1,9)	2 989 (8,6)	5 978 (19,7)
Облигации коммерческих организаций	—	—	—	834 (2,4)	4515 (14,9)
Гранты США и ООН	739 (83,4)	552 (13,0)	—	—	—
Репарационные гранты	—	211 (4,8)	—	—	—
<b>Итого долговых источников</b>	<b>(15,1)</b>	<b>(76,8)</b>	<b>(93,7)</b>	<b>(96,7)</b>	<b>(81,3)</b>
<b>Итого</b>	<b>886</b>	<b>4 275</b>	<b>11 219</b>	<b>34 914</b>	<b>30 289</b>

Источник: Lee J. 2012 Modularization of Korea's Development Experience: Foreign Capital in Economic Development: Korean Experiences and Policies. 2013. KDI School of Public Policy and Management. Ministry of Strategy and Finance (MOSF), Republic of Korea. P. 28. Table 2-2.

Таблица в источнике составлена на основе: The Ministry of Finance and Korea Development Bank, Foreign Capital and the Korean Economic Development: A Thirty-Year History (in Korean), 1993. P. 616, 618, 621 (recited from Lim, Introduction: Reflections on Korea's Development, in Kim, From Despair to Hope: Economic Policymaking in Korea 1945—1979, 2011, p. xxxiii).

**Соотношение внутренних сбережений и внутренних инвестиций**

Год	Валовые внутренние инвестиции, % ВВП	Внутренние сбережения, % ВВП	Доля внутренних сбережений в валовых внутренних инвестициях, %
1960—1969	18,2	8,9	49
1970—1979	27,6	20,5	74
1979	36	26,5	74
1980	32,1	20,8	65
1981	30,3	20,5	68
1982	28,6	20,9	73
1983	29,9	25,3	85
1984	31,9	27,9	87
1985	31,1	28,6	92
1986	30,2	32,8	109
1980—1986	30,6	25,3	83

Расчеты на основе сборников «Major Statistics of Korean Economy» Совета по экономическому планированию (Economic Planning Board, с 1994 г. вошла в состав Министерства финансов). Данные приведены в *Dornbusch R., Park Y. C. Korean Growth Policy / Brookings Papers on Economic Activity, 1987. P. 413.*

**Динамика Индекса ограничения прямых инвестиций ОЭСР в Корее**

Год	1997	2003	2006	2010	2011	2012	2013
Значение индекса	0,532	0,148	0,143	0,143	0,143	0,143	0,143

Источник: On-line база данных ОЭСР — OECD.StatExtracts. OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index.

Пояснение к шкале: 0 — отсутствие ограничений, 1 — полностью закрытая отрасль.

## Налоговая политика Кореи

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
1) 1961—1972 гг. — налоговое стимулирование экспортоориентированного производства	1) 1962—1966 гг.	<p>1) <i>Налоговая реформа декабря 1961 г.</i>: упрощение налогового администрирования, повышение эффективности сбора налогов, стимулирование частных сбережений и инвестиций, справедливая налоговая система, повышение роли косвенных налогов.</p> <p>Результат — значительный рост доходов бюджета.</p> <p>2) <i>Ряд налоговых мер по стимулированию инвестиций в экспортоориентированное производство</i>: возмещение косвенных налогов в отношении используемых в производстве материалов (как импортруемых, так и национального производства) и импортруемого оборудования при экспорте готовой продукции;</p> <p>уменьшение налога на доходы организаций в отношении экспортных доходов (первоначально — 30%, с 1962 г. — 50%<sup>2</sup>, с 1964 г. — 80%<sup>3</sup>);</p> <p>— специальная амортизация в отношении машин и оборудования, использованных в экспортном производстве (с 1962 г. +30% к стандартной амортизации, с 1966 г. +30%, если доля экспорта в выручке превышала 50%, и 15% в ином случае)<sup>4</sup>.</p> <p>(См. закон о льготном налогообложении — Tax Exemption and Reduction Control Law.)</p>
	2) 1967—1971 гг.	<p>Налоговая реформа 1967 г.:</p> <p>— стимулирование сбережений: освобождения в отношении дивидендов и процентных доходов;</p> <p>— стимулирование инвестиционной активности: расширение возможностей использования специальных амортизационных систем (с 1968 г. малые и средние предприятия — дополнительные 30% специальной амортизации); инвестиционные налоговые кредиты (с 1968 г. — 6% для организаций избранных отраслей: судостроение, металлургия, химические удобрения, автомобилестроение, нефтехимия, электротехника и др.; с 1970 г. — для некоторых отраслей ставки были увеличены до 10%); с 1970 г. — 5-летние налоговые каникулы для организаций нефтехимической отрасли<sup>5</sup>;</p>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>— ограничение потребления: введение адвалорных ставок по налогу на алкоголь, рост видов товаров, облагаемых в соответствии с налогом на товары (Commodity Tax); введение налога, ограничивающего спекуляции с недвижимостью (Real Estate Speculation Control Tax);</p> <p>— начало введения глобальной налоговой системы с прогрессивными ставками (налог на доходы физических лиц) (первый этап, еще не охватывала все виды доходов)</p>
<p>2) 1973—1979 гг. — сохранение налоговых стимулов для экспортных отраслей<sup>1</sup>, стимулирование стратегических отраслей промышленности</p>	<p>3) 1972—1976 гг.</p>	<p>1972 г. — налоговые освобождения и специальная амортизация (до 80%) для стратегических отраслей промышленности; инвестиционные налоговые кредиты (10% при новых инвестициях при использовании внутренних ресурсов)<sup>6</sup>.</p> <p>1973 г. — замена льготы в форме уменьшения налога на доходы организаций в отношении экспортных доходов льготой в форме создания необлагаемых налогом резервных фондов (для развития зарубежных рынков и покрытия зарубежных инвестиционных потерь)<sup>7</sup>.</p> <p><i>Налоговые реформы 1974—1975 гг.:</i></p> <p>— дальнейшее уравнивание налоговой нагрузки, замена налога, ограничивающего спекуляции с недвижимостью, налогом на прирост капитала (Capital Gain Tax), снижение налоговой нагрузки на малый и средний бизнес;</p> <p>— поддержка стратегически важных отраслей (металлургия, судостроение и тяжелое машиностроение, химическая и электронная промышленность): освобождение от уплаты налога на доходы организаций (полное освобождение в течение первых 3 лет, в 50%-ном размере — в течение последующих 2 лет и инвестиционные налоговые кредиты в размере 8%) либо ускоренная амортизация (дополнительно 100% или 60%)<sup>8</sup>;</p> <p>— переход к глобальной налоговой системе для налога на доходы физических лиц (1974 г.);</p> <p>— введен специальный военный налог, ставка от 0,2 до 30% (просуществовал до конца 1990 г.)</p>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
	4) 1977—1981 гг.	<p><i>Декабрь 1976 г.:</i> введение НДС и налога на индивидуальное потребление (Individual Consumption Tax)<sup>9</sup> в целях упрощения налогового администрирования, содействие экспорту и капитальным инвестициям. Благодаря вводу НДС в целом расширение налоговой базы, но и повышение объема возмещаемых средств при экспорте благодаря упрощению налоговых процедур<sup>10</sup>.</p> <p><i>1977—1978 гг.</i> — снижение налоговой нагрузки на оплату труда, меры по поддержке малого и среднего бизнеса (рост ставки специальной амортизации).</p> <p><i>1979 г.</i> — стимулирование инвестиций на национальном фондовом рынке</p>
3) 1980-е — середина 1990-х гг. — отмена стимулов для экспортоориентированных отраслей, приоритетных отраслей, введение стимулов для технологических отраслей, НИОКР (смена секторальной поддержки на общую модернизацию)	5) 1982—1986 гг. 6) 1987—1991 гг.	<p><i>Налоговая реформа 1981 г. (действие с 1982 г.)</i> (цели — преодоление рецессии по результатам второго нефтяного кризиса):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— снижение подоходного налога (с юридических и физических лиц), облегчение налогообложения предполагаемых дивидендов;</li> <li>— рост налогообложения финансовых активов (более высокие ставки, увеличение числа видов финансовых активов);</li> <li>— расширение перечня налоговых кредитов для групп населения с низкими доходами;</li> <li>— снижение числа преференций для отдельных отраслей (исключение отдельных отраслей: нефтехимия, металлургия, энергетика и др., отмена 60%-ной специальной амортизации, налоговых каникул, сокращение перечня отраслей и ставки для инвестиционного налогового кредита).</li> </ul> <p><i>Изменения 1984—1987 гг.:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— содействие технологическому развитию (инвестиционные кредиты, дополнительная амортизация, резервы технологического развития);</li> <li>— улучшение корпоративной финансовой структуры (отмена налогообложения предполагаемых дивидендов, вычеты по капитальным вложениям при исчислении базы корпоративного налога на прибыль, квалификация выплаты избыточных процентов в качестве потерь);</li> </ul>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>— усиление налоговых стимулов промышленного развития;</p> <p>— налоговые стимулы для среднего и малого бизнеса (для малых и средних предприятий в области сельского хозяйства и рыболовства, высокотехнологического бизнеса — освобождение/ льготное налогообложение в первые 6 лет; льготы по налогу на прирост капитала для венчурных инвесторов в средний и малый бизнес);</p> <p>— зачет уплаченных за рубежом налогов.</p> <p>1988 г. — снижение специальных ставок амортизации для экспортных отраслей промышленности.</p> <p>1989—1992 гг. — социальная направленность налоговых реформ, снижение спекуляций с недвижимостью:</p> <p>— рост налогообложения имущества (выше ставки в отношении финансовых активов, повышение стоимости налогооблагаемой базы при наследовании и дарении; прогрессивное налогообложение земли);</p> <p>— снижение подоходного налога (с юридических и физических лиц);</p> <p>— расширение вычетов и налоговых кредитов в отношении налогов с заработной платы;</p> <p>— отмена военного налога</p>
	7) 1993—1997 гг.	<p><i>Налоговая реформа 1993 г.</i></p> <p>Снижение налоговых ставок по подоходным налогам, реформирование налогообложения финансовых операций (вызвано либерализацией финансового рынка) и др.</p> <p>1994—1997 гг. (ряд налоговых реформ) — расширение налоговой базы при снижении ставок налогов, стимулирование капитальных вложений, инвестиций за рубеж, личных сбережений:</p> <p>— снижение ставки налога на доходы организаций;</p> <p>— из состава доходов в целях определения налоговой базы исключен резерв на цели развития корпорации (для налога на аккумулированные доходы корпораций)<sup>11</sup>;</p> <p>— право переноса налоговых кредитов в отношении зарубежных операций на срок до 5 лет, введение</p>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>налоговых кредитов в отношении дивидендов от дочерних организаций за рубежом;</p> <p>— исключение из налоговой базы процентов по долгосрочным депозитам (более 5 лет), процентов по одному из текущих счетов одной семьи, налоговое стимулирование сбережений сотрудников в ценные бумаги;</p> <p>— налоговые стимулы для НИОКР;</p> <p>— снижение нагрузки по НДС для малого бизнеса</p>
<p>Посткризисные налоговые реформы</p> <p>1998—1999 гг.: реструктуризация и налоговое стимулирование иностранных инвестиций</p>		<p><i>Налоговые реформы 1998—1999 г.:</i></p> <p>— налоговые меры, направленные на реструктуризацию по результатам кризиса: освобождение и снижение налогов на передачу имущества (налог на прирост капитала, налог на приобретение (Acquisition Tax), регистрационные сборы) в целях корпоративной и финансовой реструктуризации;</p> <p>— стимулирование инвестиций и потребления. Законы: Закон о специальном налоговом контроле (Special Tax Treatment Control Act) (1999 г.) и Закон по стимулированию зарубежных инвестиций (Foreign Investment Promotion Act, FIPA) (1998 г.);</p> <p>— налоговое стимулирование зарубежных инвестиций (высокотехнологичных, масштабных инвестиций): освобождение от уплаты подоходного налога (физических и юридических лиц) в течение первых 7 лет, а течение следующих 3 лет — уплата в 50% размере; освобождение оплаты налога на приобретение, на имущество, на землю (Aggregate Land Tax), регистрационных сборов на 5 лет, а течение следующих 3 лет — уплата в 50% размере; частичное освобождение от уплаты таможенных пошлин, индивидуального потребительского налога (individual consumption tax), НДС в отношении импортируемых основных средств;</p> <p>— льготное налогообложение на территории специальных зон (зарубежные инвестиционные зоны<sup>12</sup>, свободные экономические зоны, зоны свободной торговли и специальные индустриальные комплексы);</p>



Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>— льготы для малого и среднего бизнеса для стимулирования занятости и технологического развития (освобождение от налога на доходы физических лиц по опционам акциями для венчурных организаций, налоговые кредиты и освобождения по НИОКР);</p> <p>— стимулирование потребления национальной высокотехнологичной продукции (снижение налога на потребление в отношении электронных товаров и автомобилей, снижение автомобильного налога);</p> <p>— снижение налога на прирост капитала (в целях стимуляции рынка недвижимости, ускорения процессов реструктуризации);</p> <p>— расширение налоговой базы (расширение налоговой базы по НДС, увеличение налога на транспортные средства и др.)</p>
<p>Налоговые реформы 2000-х гг.</p> <p>— повышение конкурентоспособности национальной экономики</p>		<p><i>2000 г.</i> — снижение ставки налога на доходы организаций дополнительно в отношении 16 типов малых и средних предприятий (в том числе строительство).</p> <p><i>2001 г.</i> — снижение налоговых ставок для индивидуальных предпринимателей, снижение ставок по налогу на доходы юридических лиц, ликвидация налоговых препятствий, затрудняющих реструктуризацию, рост налога на прирост капитала (в связи со стабилизацией на рынке недвижимости).</p> <p><i>2002 г.</i> — расширение списка малых и средних предприятий, имеющих право на получение налоговых льгот, и размера налогового кредита для них; упрощение требований к созданию холдинговой компании, подлежащей специальному налогообложению.</p> <p><i>2003 г.</i> — снижение ставок по налогу на доходы юридических лиц, налоговые стимулы для малого и среднего бизнеса, меры по препятствованию спекулятивным операциям с недвижимостью (рост налога на прирост капитала при передаче недвижимости после краткосрочного держания; высокие ставки в отношении недвижимости, расположенных на «спекулятивных территориях» и др.), стимулы для прямых иностранных инвестиций в передовые технологии (информационные, био-, нанотехнологии) — льготы, эквивалентные получаемым в свободных экономи-</p>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>ческих зонах, вне зависимости от объема инвестиций.</p> <p>2004 г. — ограничение спекуляций на рынке недвижимости (введение нового налога на недвижимость в отношении избыточной дорогой недвижимости (comprehensive real estate holding tax)), налоговые льготы для организаций, создающих новые рабочие места (налоговые кредиты, снижение ставки, налоговые вычеты по налогу на доходы), снижение налога на доходы организаций, налога на процентные доходы и доходы от ценных бумаг, привлечение квалифицированной иностранной рабочей силы (освобождение от уплаты налога на доходы физических лиц в течение 5 лет для иностранных технических специалистов и инженеров), налоговые освобождения для ПИИ в промышленных комплексах (foreign-exclusive industrial complexes).</p> <p>2005 г. — снижение налоговой нагрузки при сделках слияния-поглощения, стабилизации рынка недвижимости (расчет налога на прирост капитала на основании рыночной стоимости, расширение налоговой базы и повышение ставок по налогу на прирост капитала в отношении недвижимости).</p> <p>2006 г. — продление срока налоговых кредитов (в области повышения производительности, экологии и безопасности, коммерциализации новых технологий), поддержка малого и среднего бизнеса и венчурных инвестиций (освобождение от уплаты налога на доходы), небольшое ужесточение налога на прирост капитала в отношении операций с недвижимостью.</p> <p>2007 г. — поддержка малых и средних венчурных организаций (увеличен срок признания организации венчурной).</p> <p>2008 г. — снижение ставок налога на доходы организаций, увеличение срока инвестиционного налогового кредита, специального налогового кредита для малого и среднего бизнеса, резервы и налоговые кредиты в отношении НИОКР.</p> <p>2009 г. — налоговое стимулирование приоритетных отраслей экономики<sup>13</sup> (налоговые кредиты в отношении</p>

Этап	Пятилетние планы	Характеристика налоговой политики
		<p>расходов на НИОКР), энергоэффективности (более высокая ставка потребительского налога на энергозатратное оборудование, освобождение от налогообложения процентов и дивидендов по ценным бумагам от инвестиций в «зеленые» технологии);</p> <p>— стимулирование инвестиций в национальную экономику (вычеты по налогу на доходы организаций при дислокации в зоны с низким уровнем развития и отдаленные территории).</p> <p>2010 г.</p> <p>— стимулирование репатриации бизнеса в Корею (предоставление льгот по налогу на доходы для организаций, прекращающих деятельность в зарубежных странах и начинающих осуществлять деятельность в Корее.</p> <p>— налоговое стимулирование приоритетных отраслей (снижение таможенных ставок для материалов, компонентов, оборудования и др.).</p>

<sup>1</sup> Параллельно были введены меры таможенной поддержки (законом — Special Act for Duty Drawback in Korea, 1975 г.), предусматривающие право возврата импортной пошлины в отношении импортируемых материалов, используемых для производства экспортной продукции. До 1997 г. — право возврата в течение 13 месяцев, после — в течение 3 лет (Mah, 2010. Export Promotion Policies, Export Composition and Economic Development of Korea. Law and Development Institute Inaugural Conference, Sydney, Australia. P. 9).

Ранее действовала система, предусматривающая прямое освобождение при импорте (Tax Policy in Developing Countries / ed. by J. Khalilzadeh-Shirazi, A. Shah. World Bank, August 1994. . P. 233).

<sup>2</sup> Trela I., Whalley J. Taxes, Outward Orientation, and Growth Performance in the Republic of Korea / Tax Policy in Developing Countries; ed. by J. Khalilzadeh-Shirazi, A. Shah. World Bank, August 1994. P. 231.

<sup>3</sup> Mah. Export Promotion Policies, Export Composition and Economic Development of Korea / Law and Development Institute Inaugural Conference, Sydney, Australia, 2010. P. 8.

<sup>4</sup> Trela I., Whalley J. Op. cit. P. 231—232.

<sup>5</sup> Trela I., Whalley J. Op. cit. P. 233.

<sup>6</sup> Emergency Decree on Economic Stabilization and Growth, August 3, 1972.

Frank C. R. Jr., Kim K. S., Westphal L. E. Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea. New York : NBER, 1975.

<sup>7</sup> Trela I., Whalley J. Op. cit. P. 233.

<sup>8</sup> Ibid.

<sup>9</sup> Распространяется на товары «избыточного потребления»: драгоценности, автомобили, парфюмерия, предметы роскоши, электротехника, топливо.

Южная Корея

<sup>10</sup> *Trela I., Whalley J.* Op. cit. P. 233.

<sup>11</sup> Вид налога на доходы организаций для крупных компаний, не имеющих листинга (Korea South. Tax Guide. 2008. International Business Publications. USA).

<sup>12</sup> FIPL предоставлял право местному правительству определять иностранного инвестора, подлежащего льготному налогообложению в зарубежной инвестиционной зоне, на основании объема инвестиций и числа создаваемых рабочих мест. Назначенному зарубежному инвестору предоставлялась государственная поддержка и налоговые льготы.

<sup>13</sup> По мере изменений в структуре корейской экономики менялся перечень приоритетных отраслей экономики. В настоящее время (в том числе в 2009 г.) — зеленые технологии (возобновляемая, низкоуглеродная энергетика, светодиоды и др.), конвергенция высоких технологий (робототехника, нанотехнологии, ИТ, телекоммуникации и др.), услуги с высокой добавленной стоимостью (здравоохранение, образование, организация мероприятий и др.). Источник: <http://www.motie.go.kr/> — Ministry of Trade, Industry and Energy (MOTIE) (Министерство торговли, промышленности и энергетики, Корея). Раздел Policy Direction / Industry Policy / Foster New Growth Engines.

**Специализированные банки (банки развития) Кореи**

Годы	Создание специализированных банков	Ликвидация специализированных банков
До 1961 г.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Корейский банк развития (Korea Development Bank) (1954),</li> <li>• Сельскохозяйственный банк (Agriculture Bank) (1956)</li> </ul>	
1961—1979 гг.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Национальная сельскохозяйственная федерация кооперативов (National Agricultural Cooperative Federation, NACF) (1961)<sup>1</sup>,</li> <li>• Промышленный банк Кореи (Industrial Bank of Korea) (1961),</li> <li>• Кукмин (Kookmin Bank) (1962),</li> <li>• Национальная федерация рыболовных кооперативов (National Federation of Fisheries Cooperatives, NFFC) (1962),</li> <li>• Корейский валютный банк (Korea Exchange Bank) (1967),</li> <li>• Ипотечный коммерческий банк (Housing &amp; Commercial Bank) (1969),</li> <li>• Экспортно-импортный банк Кореи (The Export-Import Bank of Korea, KEXIM) (1976)</li> </ul>	Ликвидация и передача функций Сельскохозяйственного банка NACF (1961 г.).
1980—1997 гг.	Корейский долгосрочный кредитный банк (Korea Long-Term Credit Bank) (1980)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Корейский валютный банк преобразован в коммерческий банк (1989);</li> <li>• Кукмин преобразован в коммерческий банк (1995);</li> <li>• Ипотечный коммерческий банк преобразован в коммерческий банк (1997)</li> </ul>
1997—2014 гг.	<p>С 1998 г. действуют только 5 специализированных банков:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Корейский банк развития<sup>2</sup>,</li> <li>• Промышленный банк Кореи,</li> <li>• KEXIM,</li> <li>• NACF,</li> <li>• NFFC.</li> </ul>	Корейский долгосрочный кредитный банк вошел в Кукмин (объединенный банк — коммерческий)

## Южная Корея

### Примечания:

<sup>1</sup> Несмотря на название, изначально представлял собой государственный банк, а не кооператив (Mason, E., Kim, M. and others. *The Economic and Social Modernization of the Republic of Korea* (Studies in the Modernization of the Republic of Korea, 1945—1975). Harvard. 1989. P. 232).

<sup>2</sup> В октябре 2009 г. за счет часть средств Корейского банка развития была создана Корейская финансовая корпорация (Korea Finance Corporation), но в связи с невысокой эффективностью ее деятельности планируется слияние ее с Корейским банком развития с января 2015 г.

Источники: <http://www.fsc.go.kr/> — Financial Services Commission (Introduction / Chronology of the Korean Financial Industry).

<http://www.kofc.or.kr/> — Korea Finance Corporation.

Mason E., Kim M. and others. *The Economic and Social Modernization of the Republic of Korea* (Studies in the Modernization of the Republic of Korea, 1945—1975). Harvard. 1989.

Baliño T. and Ubide A. J. *The Korean Financial Crisis of 1997: Strategy of Financial Sector Reform* (March 1999). IMF Working Paper. 1999. P. 1—66.

**Классификация участников рынка ценных бумаг по результатам принятия Закона о рынке капитала 2007 г.**

Старое название	Новое название
Компании по ценным бумагам (Securities Companies), Компании по фьючерсным сделкам (Futures Companies), Торговые банки (Merchant Banks)	Инвестиционные трейдеры и инвестиционные брокеры (Investment Traders, Investment Brokers)
Управляющие компании (Asset Management Companies) (до 2004 г.: управляющие компании (Asset Management Companies) и инвестиционные трастовые компании (Investment Trust Companies))	Организации сферы коллективных инвестиций (Collective Investment Business Entities)
Инвестиционные консалтинговые компании (Investment Advisory Companies)	Организации в сфере инвестиционного консалтинга (Investment Advisory Business Entities)
Дискреционные инвестиционные компании (Discretionary Investment Companies)	Организации в сфере дискреционного инвестирования (Discretionary Investment Business Entities)
Трастовые компании (Trust Companies)	Организации в сфере трастового управления (Trust Business Entities)

Источник: Oh H. and others. Financial Institutions in Korea / Bank of Korea, 2011. P. 123, 136.

# Сингапур

Приложение 10

## Инвестиция и сбережения в Сингапуре

Год	Валовое накопление основного капитала, млн долл. США	Валовое накопление основного капитала к ВВП, %	Валовые сбережения к ВВП, %	Валовое сбережение за вычетом валового накопления основного капитала (в % ВВП)	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / валовое накопление основного капитала, %
1957	x	x	x	x	x
1958	x	11,6	x	x	x
1959	x	7,3	x	x	x
1960	x	6,6	x	x	x
1961	x	9,5	x	x	x
1962	x	14,3	x	x	x
1963	145,7	16,0	x	x	x
1964	178,7	20,1	x	x	x
1965	204,2	21,1	x	x	x
1966	214,0	19,7	x	x	x
1967	241,1	19,7	x	x	x
1968	325,7	23,1	x	x	x
1969	433,2	26,4	x	x	x
1970	617,1	32,5	x	x	15,1
1971	810,6	36,2	x	x	14,3
1972	1085,9	37,4	25,1	-12,3	14,8
1973	1449,1	34,9	27,6	-7,3	24,3
1974	1926,7	37,4	26,0	-11,4	17,7
1975	1981,2	35,1	29,7	-5,5	14,7



Год	Валовое накопление основного капитала, млн долл. США	Валовое накопление основного капитала к ВВП, %	Валовые сбережения к ВВП, %	Валовое сбережение за вычетом валового накопления основного капитала (в % ВВП)	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / валовое накопление основного капитала, %
1976	2140,2	36,1	31,3	-4,8	10,8
1977	2237,4	34,0	31,9	-2,2	13,0
1978	2799,0	35,7	33,3	-2,4	10,7
1979	3458,2	36,6	35,6	-1,1	24,2
1980	4765,1	40,7	32,0	-8,7	25,9
1981	6051,5	43,6	34,5	-9,1	27,4
1982	7245,7	47,5	38,1	-9,4	22,1
1983	8264,8	47,5	43,1	-4,5	13,7
1984	8964,5	47,7	45,0	-2,8	14,5
1985	7465,4	42,2	40,9	-1,3	14,0
1986	6490,3	36,0	38,0	2,0	26,4
1987	6840,0	33,5	35,6	2,1	41,5
1988	7785,1	30,9	40,1	9,2	46,9
1989	9694,1	32,5	43,0	10,5	29,8
1990	11 904,9	32,3	42,9	10,7	46,8
1991	14 526,4	33,6	44,1	10,4	33,6
1992	17 683,6	35,5	45,9	10,4	12,5
1993	20 270,8	34,7	43,4	8,6	23,1
1994	23 700,7	33,6	47,8	14,2	36,1
1995	28 067,2	33,4	49,6	16,2	42,6
1996	35 471,2	38,3	49,0	10,7	32,2
1997	37 362,4	39,0	52,7	13,8	42,0
1998	31 191,4	37,9	52,0	14,2	19,1

Год	Валовое накопление основного капитала, млн долл. США	Валовое накопление основного капитала к ВВП, %	Валовые сбережения к ВВП, %	Валовое сбережение за вычетом валового накопления основного капитала (в % ВВП)	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / валовое накопление основного капитала, %
1999	28 161,7	33,2	48,5	15,3	66,9
2000	28 558,3	30,3	44,2	13,9	54,3
2001	26 421,1	30,1	39,7	9,6	64,4
2002	23 101,1	25,5	36,8	11,4	26,7
2003	22 632,1	23,6	39,0	15,4	75,3
2004	26 033,3	23,1	38,8	15,7	93,7
2005	26 505,8	21,1	41,3	20,2	68,3
2006	31 657,0	21,7	45,8	24,0	115,9
2007	40 666,3	22,9	48,2	25,3	115,5
2008	52 169,5	27,4	44,3	17,0	23,4
2009	51 091,1	27,1	42,7	15,7	48,8
2010	54 458,1	23,5	48,0	24,5	98,5
2011	62 037,4	23,4	46,6	23,2	90,1
2012	66 712,1	24,1	45,6	21,5	84,9

Источник: IMF IFS

Валовое накопление основного капитала (Gross Fixed Capital Formation, Nominal, National Currency) — переведено из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS;

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency);

Валовые сбережения в процентах от ВВП (Gross Savings,% of GDP) — показатель рассчитывается как валовый национальный доход за вычетом совокупного потребления плюс чистые трансферты — среднее значение за указанный период (с 1972 г.);

Прямые иностранные инвестиции (Inward Foreign Direct Investment, Flows, US dollars) — данные UNCTADstat.

**Отдельные показатели, характеризующие уровень потребления и сбережения в Сингапуре (расходы домохозяйств и правительства, профицит государственного бюджета), в % ВВП**

Год	Потребление государства/ВВП, %	Потребление домохозяйств/ ВВП, %	Профицит бюджета/ВВП, %	Доходы бюджета/ВВП, %
1959	9,6	83,1	х	х
1960	9,1	84,3	х	х
1961	8,7	81,8	х	х
1962	9,4	87,3	х	х
1963	9,9	83,4	-0,4	17,3
1964	10,3	82,4	-4,5	16,8
1965	10,4	79,2	-2,7	18,2
1966	10,5	76,7	-1,7	18,7
1967	10,2	76,1	-0,5	19,0
1968	10,4	73,7	н/д	
1969	11,2	68,5	2,6	23,7
1970	11,9	67,5	1,4	23,0
1971	12,6	66,4	2,3	24,6
1972	12,1	62,2	1,6	22,3
1973	11,0	62,1	0,5	23,8
1974	10,3	61,1	1,3	22,3
1975	10,6	60,7	0,9	25,1
1976	10,5	58,7	0,6	23,7
1977	10,7	57,8	0,4	24,3
1978	11,0	56,9	-0,1	22,9
1979	9,9	54,8	1,6	25,2
1980	9,8	51,5	1,1	25,6
1981	9,5	48,8	2,6	29,4

Год	Потребление государства/ВВП, %	Потребление домохозяйств/ ВВП, %	Профицит бюджета/ВВП, %	Доходы бюджета/ВВП, %
1982	10,9	46,8	2,7	30,4
1983	10,9	44,1	2,5	31,5
1984	10,8	43,9	4,8	28,9
1985	14,3	45,1	1,7	37,2
1986	13,4	46,9	1,5	36,7
1987	12,4	48,2	-3,1	30,0
1988	10,5	48,1	6,8	26,8
1989	10,3	47,5	0,5	28,0
1990	10,1	46,1	11,5	31,1
1991	9,9	44,9	9,2	29,8
1992	9,2	44,8	12,0	31,2
1993	9,3	44,8	16,1	34,3
1994	8,4	43,7	14,6	34,0
1995	8,5	41,3	12,6	34,6
1996	9,3	41,6	11,9	38,3
1997	9,2	41,0	9,7	37,6
1998	10,0	40,0	14,8	43,2
1999	9,9	42,0	11,4	35,2
2000	10,9	41,9	9,8	30,0
2001	12,1	45,7	-1,5	21,0
2002	12,3	46,3	-0,5	17,4
2003	11,8	45,5	6,6	20,4
2004	10,9	42,1	6,1	19,7
2005	10,5	40,1	8,1	20,7
2006	10,3	38,6	7,3	20,7
2007	9,5	37,0	12,3	24,5

Приложение 11

Окончание приложения 11

Год	Потребление государства/ВВП, %	Потребление домохозяйств/ ВВП, %	Профицит бюджета/ВВП, %	Доходы бюджета/ВВП, %
2008	10,6	39,8	5,5	23,8
2009	10,5	38,9	-1,4	17,9
2010	10,4	37,2	х	х
2011	10,2	38,3	х	х
2012	9,7	39,2	х	х

Источник: IMF IFS

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency); Потребление государства (Government Consumption Expenditures, National Currency), Потребление домохозяйств (Households Consumption Expenditures, National Currency), Профицит бюджета (Cash Surplus/Deficit, National Currency), Доходы бюджета (Cash Receipts).

**Прямые иностранные инвестиции в Сингапур, 1972—2009 гг.**

Год	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки), млн долл. США	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / ВВП, %	Прямые иностранные инвестиции (входящие накопленные), млн долл. США	Прямые иностранные инвестиции (накопленные)/ВВП, %
1965	х	х	х	5,3
1970	93,0	4,8	1 398,3	17,1
1971	116,0	5,1	х	х
1972	161,1	5,5	х	х
1973	352,8	8,3	х	х
1974	340,2	6,5	х	24,3
1975	291,8	5,0	х	х
1976	230,7	3,8	х	х
1977	291,5	4,4	х	х
1978	299,9	3,7	х	х
1979	836,0	8,6	х	х
1980	1235,8	10,3	5 350,7	44,4
1981	1660,0	11,6	7 025,8	49,1
1982	1601,9	10,1	8 310,0	52,6
1983	1133,9	6,3	9 058,0	50,5
1984	1301,9	6,7	9 938,2	51,1
1985	1046,8	5,7	10 619,8	57,5
1986	1710,3	9,1	11 357,7	60,6
1987	2836,2	13,2	14 984,8	69,5
1988	3655,0	13,8	18 394,4	69,5
1989	2886,6	9,2	21 676,0	69,0
1990	5574,7	14,4	30 468,0	78,5
1991	4887,1	10,8	35 590,1	78,8

Год	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки), млн долл. США	Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки) / ВВП, %	Прямые иностранные инвестиции (входящие накопленные), млн долл. США	Прямые иностранные инвестиции (накопленные)/ВВП, %
1992	2204,3	4,2	36 206,9	69,6
1993	4686,3	7,7	41 643,2	68,9
1994	8550,2	11,7	54 880,4	74,9
1995	11 942,8	13,7	65 644,2	75,4
1996	11 432,4	12,0	89 494,0	94,0
1997	15 701,7	15,8	74 768,3	75,3
1998	5 958,7	7,0	86 839,6	102,1
1999	18 853,0	22,2	102 533,5	120,8
2000	15 515,3	16,5	110 570,3	117,2
2001	17 006,9	19,4	137 403,0	156,7
2002	6 157,2	6,8	159 125,7	175,6
2003	17 051,5	17,8	180 629,9	188,2
2004	24 390,3	21,6	212 113,6	188,2
2005	18 090,3	14,4	229 462,1	183,0
2006	36 700,2	25,1	297 644,7	203,8
2007	46 972,3	26,4	399 999,9	224,4
2008	12 200,0	6,4	430 072,7	226,0
2009	24 939,3	13,1	480 202,0	252,5
2010	53 622,7	23,0	593 592,9	254,4
2011	55 922,7	20,5	625 744,8	229,8
2012	56 650,9	19,9	682 395,7	240,0

Источники: ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) по данным IMF IFS — для расчетов переведен из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара (National Currency per U. S. Dollar, Period Average);

Прямые иностранные инвестиции (Inward Foreign Direct Investment, Stock at Year end/Flows, US dollars) — данные UNCTADstat

**Промышленные предприятия, их выпуск, доля «пионерных» предприятий, 1965—2003 гг.**

Годы	Промышленные предприятия		Промышленные предприятия, получившие статус «пионерных»			
	Количество, шт.	Совокупный выпуск продукции, млн сингапурских долларов	Количество, шт.	Доля в общем числе предприятий, %	Выпуск продукции, млн сингапурских долларов	Доля совокупного выпуска продукции, %
1965—1966	1000	1086	165	17	490	45
1970—1971	1747	3891	291	17	2 403	62
1975—1976	2385	12 609	293	12	8 921	71
1985—1986	3355	31 658	427	12	22 351	58
1990—1991	3703	71 335	432	12	46 077	62
1995—1996	4036	113 359	397	10	82 418	73
2000	4044	158 747	362	9	116 613	73
2003	8597	150 783	353	4	110 810	73

Источники: *Kong W. H., Hian T. H. Assessing Export Platforms: The Case of Singapore / CAER II Discussion Paper No. 72. National University of Singapore, April 2000.*

*Chia Siow Y. The Singapore Model of Industrial Policy: Past Evolution And Current Thinking. Singapore Institute of International Affairs, November, 2005.*



**Портфельные иностранные инвестиции в Сингапур, 1972—2009 гг.**

Год	Портфельные инвестиции (входящие потоки), млн долл. США	Портфельные инвестиции (входящие потоки) / ВВП, %	Портфельные инвестиции / Прямые инвестиции (входящие потоки), %
1972	76,8	2,6	47,7
1973	50,1	1,2	14,2
1974	34,9	0,7	10,3
1975	27,0	0,5	9,2
1976	82,2	1,4	35,6
1977	135,7	2,0	46,6
1978	11,9	0,1	4,0
1979	30,4	0,3	3,6
1980	133,6	1,1	10,8
1981	144,8	1,0	8,7
1982	77,6	0,5	4,8
1983	111,2	0,6	9,8
1984	9,8	0,1	0,8
1985	521,3	2,8	49,8
1986	-261,3	-1,4	-15,3
1987	319,6	1,5	11,3
1988	35,8	0,1	1,0
1989	375,0	1,2	13,0
1990	572,7	1,5	10,3
1991	-241,8	-0,5	-4,9
1992	1398,3	2,7	63,4
1993	2867,3	4,7	61,2
1994	113,6	0,2	1,3
1995	-14,6	0,0	-0,1

Год	Портфельные инвестиции (входящие потоки), млн долл. США	Портфельные инвестиции (входящие потоки) / ВВП, %	Портфельные инвестиции /Прямые инвестиции (входящие потоки), %
1996	830,3	0,9	8,6
1997	-225,6	-0,2	-1,6
1998	1254,8	1,5	17,2
1999	2 866,6	3,4	17,3
2000	-1224,3	-1,3	-7,4
2001	3941,4	4,5	26,1
2002	27,0	0,0	0,4
2003	4369,7	4,6	36,6
2004	1482,4	1,3	7,1
2005	6255,1	5,0	40,5
2006	12 486,2	8,6	43,0
2007	19 348,8	10,9	54,1
2008	-12 136,2	-6,4	-111,2
2009	-5716,0	-3,0	-34,0

Источник: IMF IFS (2010)

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — переведен из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS;

Портфельные инвестиции (входящие потоки) (Portfolio Investment Liabilities, US dollars).

**Уровень инфляции, монетизации и насыщенности кредитами  
в Сингапуре**

Год	Инфляция, %	Денежная масса/ ВВП, %	Внутренний кредит/ ВВП, %	Денежная база/ ВВП, %	Международные резервы, млн долларов США	Международные резервы/ ВВП, %	Инвестиции СРФ*/ Международные резервы, %	Государственный долг/ ВВП, %
1961	0,4	x	x	x	x	x	x	x
1962	0,4	x	x	x	x	x	x	x
1963	2,2	53,2	7,2	16,3	433,2	47,2	x	15,5
1964	1,7	57,4	11,6	17,3	431,0	48,2	x	18,7
1965	0,2	55,8	16,7	18,8	430,1	44,1	x	17,4
1966	2,0	56,8	18,4	18,7	394,3	36,0	x	21,0
1967	3,3	59,0	16,8	14,9	495,6	40,1	x	28,9
1968	0,7	63,9	19,5	15,0	712,4	50,0	x	35,3
1969	-0,3	66,4	19,3	15,2	826,7	49,8	x	34,0
1970	0,5	66,3	20,0	15,3	1 012,0	52,7	x	37,2
1971	1,8	61,6	16,0	14,6	1 452,3	64,0	x	42,1
1972	2,1	64,8	20,1	15,9	1 748,4	59,3	x	42,3
1973	19,6	59,8	25,3	17,4	2 285,8	54,1	x	39,3
1974	22,4	55,2	20,9	14,7	2 811,9	53,5	x	39,2
1975	2,5	61,0	22,8	16,4	3 006,6	52,0	x	44,5
1976	-1,8	62,8	28,7	17,5	3 363,8	55,4	x	53,7
1977	3,2	61,1	28,9	18,1	3 857,7	57,6	x	59,7
1978	4,9	60,9	30,7	18,9	5 302,7	65,9	x	63,4
1979	4,1	62,9	33,9	18,7	5 818,5	60,0	x	63,5
1980	8,5	64,0	42,5	17,3	6 566,8	54,5	x	61,9
1981	8,2	67,0	68,8	16,4	7 549,2	52,7	66,3	61,5
1982	3,9	69,8	61,8	17,4	8 479,8	53,6	76,9	66,5

Год	Инфляция, %	Денежная масса/ ВВП, %	Внутренний кредит/ ВВП, %	Денежная база/ ВВП, %	Международные резервы, млн долларов США	Международные резервы/ ВВП, %	Инвестиции СРФ*/ Международные резервы, %	Государственный долг/ ВВП, %
1983	1,2	69,5	78,4	16,9	9 264,2	51,7	86,7	71,2
1984	2,6	67,7	82,5	16,6	10 416,0	53,6	80,0	73,7
1985	0,5	72,3	77,4	17,8	12 846,6	69,6	89,9	84,8
1986	-1,4	78,8	77,6	18,6	12 939,0	69,1	81,7	88,1
1987	0,5	86,3	78,0	18,4	15 227,0	70,7	82,9	94,2
1988	1,5	83,0	69,0	17,6	17 072,5	64,5	78,9	84,3
1989	2,3	88,6	63,2	17,7	20 371,0	64,9	66,1	81,8
1990	3,5	92,5	61,8	16,5	27 790,0	71,6	65,1	77,0
1991	3,4	93,2	63,1	16,4	34 186,6	75,7	66,5	79,2
1992	2,3	93,2	61,1	16,7	39 941,4	76,8	65,2	82,8
1993	2,3	87,1	58,9	15,6	48 416,2	80,1	55,6	74,1
1994	3,1	87,1	58,1	14,4	58 295,8	79,6	54,7	69,9
1995	1,7	85,7	61,9	14,3	68 816,1	79,0	60,2	72,7
1996	1,4	85,8	66,2	13,9	76 964,0	80,9	72	72,7
1997	2,0	86,7	72,5	13,5	71 390,1	71,9	71,1	71,9
1998	-0,3	116,6	88,5	12,1	75 077,2	88,3	x	83,5
1999	0,0	121,3	83,8	14,9	77 047,1	90,8	x	87,4
2000	1,4	105,1	77,9	11,4	79 960,8	84,8	x	82,6
2001	1,0	115,1	92,0	12,7	75 467,3	86,0	62,9	94,8
2002	-0,4	111,1	74,7	12,3	82 009,5	90,5	56,3	96,6
2003	0,5	116,5	80,2	12,4	96 033,8	100,1	48,2	101,3
2004	1,7	108,7	72,4	11,5	112 367,3	99,7	52,9	98,0
2005	0,4	105,3	62,1	11,2	115 960,1	92,5	49,5	95,8
2006	1,0	113,4	62,5	11,1	136 048,8	93,2	41,8	89,2

Год	Инфляция, %	Денежная масса/ ВВП, %	Внутренний кредит/ ВВП, %	Денежная база/ ВВП, %	Международные резервы, млн долларов США	Международные резервы/ ВВП, %	Инвестиции CPF*/ Международные резервы, %	Государственный долг/ ВВП, %
2007	2,1	111,0	69,4	10,5	162 745,6	91,3	51,5	87,3
2008	6,5	123,6	76,7	12,7	173 981,0	91,4	56,5	94,7
2009	0,6	135,2	88,0	13,2	187 591,6	98,6	50,4	106,1
2010	2,8	127,6	82,4	x	225 502,8	96,7	56,9	101,7
2011	5,3	132,7	91,6	x	237 527,3	87,2	63,1	106,0
2012	4,5	137,6	99,5	x	259 094,5	91,1	66,9	x
2013	2,4	x	x	x	272 864,1	92,3	x	x

\* Инвестиции CPF — Средства CPF, вложенные в специальные выпуски государственных ценных бумаг, и средства, размещенные на специальных депозитах в MAS.

Источник: IMF IFS.

Инфляция (Consumer Price Index, Percent change);

Денежная масса (Money+Quasi-Money (M2), National Currency), Внутренний кредит (Domestic Credit, National Currency) (для 2010—2012 гг. — данные World Bank Database);

Денежная база (Reserve Money, Monetary Base, National Currency);

Государственный долг (Gross Debt, Government Finance) (для 2010—2011 гг. — приведен показатель «Государственный долг, % ВВП» (General Government Gross Debt, % GDP) по данным IMF World Economic Outlook Database October 2014);

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — переведен из сингапурских долларов в доллары США по курсу сингапурского доллара;

Инвестиции CPF (данные CPF Board, годовые отчеты CPF; с 1981—1997 гг. — Capital Account and Exchange Rate Management in a Surplus Economy: the Case of Singapore. Occasional Paper № 11. MAS, March 1999);

Международные резервы (Official Reserve Assets, US dollars).

**Динамика межбанковской процентной ставки Сингапура  
в сравнении с SIBOR, 1987—2013 гг.**

Год	Межбанковская ставка (3 мес.), %	USD SIBOR (3 мес.), %
1987	3,13	7,44
1988	5,38	9,31
1989	5,63	8,44
1990	4,81	7,69
1991	3,0	4,25
1992	2,31	3,5
1993	3,31	3,38
1994	4,38	6,5
1995	2,56	5,81
1996	3,13	5,69
1997	6,75	6,31
1998	1,88	5,03
1999	2,75	6,06
2000	2,81	6,4
2001	1,25	1,88
2002	0,81	1,38
2003	0,75	1,15
2004	1,44	2,56
2005	3,25	4,54
2006	3,44	5,36
2007	2,38	4,73
2008	1,0	1,44
2009	0,69	0,25
2010	0,44	0,3

Приложение 16

Окончание приложения 16

Год	Межбанковская ставка (3 мес.), %	USD SIBOR (3 мес.), %
2011	0,38	0,58
2012	0,38	0,31
2013	0,4	0,25

Примечание: SIBOR — Singapore Interbank Offered Rate — межбанковская процентная ставка, устанавливаемая Ассоциацией банков Сингапура и выступающая бенчмарком для банков на Азиатском финансовом рынке.

Источник: MAS.

**Валютный курс, темпы роста ВВП и уровень инфляции в Сингапуре, 1961—2013 гг.**

Год	Курс сингапурского доллара (за доллар США)	Номинальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Реальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Темп роста ВВП, %	Инфляция, %
1961	x	x	x	8,1	0,40
1962	x	x	x	7,1	0,40
1963	3,0612	x	x	10,0	2,2
1964	3,0612	x	x	-3,7	1,7
1965	3,0612	x	x	7,6	0,2
1966	3,0612	x	x	10,9	2,0
1967	3,0612	x	x	12,3	3,3
1968	3,0612	x	x	13,6	0,7
1969	3,0612	x	x	13,7	-0,3
1970	3,0612	60,7919	x	13,8	0,5
1971	3,0507	61,3828	x	12,1	1,8
1972	2,8125	62,2925	x	13,5	2,1
1973	2,4574	66,4726	x	11,1	19,6
1974	2,4369	68,6414	x	6,5	22,4
1975	2,3713	70,9403	x	4,6	2,5
1976	2,4708	70,1561	125,5303	7,4	-1,8
1977	2,4394	68,6110	117,4123	7,5	3,2
1978	2,2740	66,4817	112,4663	8,7	4,9
1979	2,1746	69,5739	107,3950	9,4	4,1
1980	2,1412	71,2948	106,8408	10,0	8,5
1981	2,1127	76,0931	112,7883	10,7	8,2
1982	2,1400	81,1298	118,2125	7,2	3,9
1983	2,1130	84,2240	119,5675	8,6	1,2



Год	Курс сингапурского доллара (за доллар США)	Номинальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Реальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Темп роста ВВП, %	Инфляция, %
1984	2,1331	86,5974	121,5558	8,8	2,6
1985	2,2001	86,6782	118,6125	-0,6	0,5
1986	2,1774	76,3023	101,1267	1,3	-1,4
1987	2,1060	72,9898	94,9167	10,8	0,5
1988	2,0124	72,6539	92,7300	11,1	1,5
1989	1,9503	77,5381	96,8192	10,2	2,3
1990	1,8125	83,3649	102,8367	10,1	3,5
1991	1,7276	87,1266	106,2133	6,5	3,4
1992	1,6290	89,8741	108,0833	7,0	2,3
1993	1,6158	91,1183	108,4958	11,5	2,3
1994	1,5274	95,4866	113,5000	10,6	3,1
1995	1,4174	98,3133	115,3758	7,3	1,7
1996	1,4100	102,7900	118,6900	7,6	1,4
1997	1,4848	104,8067	119,9692	8,5	2,0
1998	1,6736	106,5701	116,9375	-2,2	-0,3
1999	1,6950	101,1625	108,9633	6,2	0,0
2000	1,7240	101,5008	108,8000	9,0	1,4
2001	1,7917	103,1484	109,3850	-1,2	1,0
2002	1,7906	102,3134	106,5225	4,2	-0,4
2003	1,7422	99,8283	102,7233	4,6	0,5
2004	1,6902	99,2917	101,5892	9,2	1,7
2005	1,6644	100,0000	100,0000	7,4	0,4
2006	1,5889	103,4784	101,4608	8,9	1,0
2007	1,5071	105,0367	102,1008	9,0	2,1
2008	1,4149	108,7026	107,5950	1,9	6,5

Год	Курс сингапурского доллара (за доллар США)	Номинальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Реальный эффективный валютный курс (индекс, 2005 = 100)	Темп роста ВВП, %	Инфляция, %
2009	1,4545	108,6059	107,6008	-0,6	0,6
2010	1,3635	111,9368	111,2967	15,1	2,8
2011	1,2578	116,1101	117,4625	6,0	5,3
2012	1,2497	118,8602	122,8500	1,9	4,5
2013	1,2513	121,9918	126,2033	4,1	2,4

Источники: Инфляция (Consumer Price Index, Percent Change) — средние значения за указанные периоды рассчитаны по данным IMF IFS;

темпы роста ВВП — средние значения за указанные периоды рассчитаны для ВВП в постоянных ценах 2005 г. (Gross Domestic Product at 2005 Market Prices) на основе данных Department of Statistics Singapore (<http://www.singstat.gov.sg>).

**Структура ВВП Сингапура, 1960–2013 гг.**

Показатель	1960	1970	1980	1990	1995	1999	2005	2010	2013
Производство товаров	х	31,8	39,2	34,7	34,1	35,9	х	26,1	23,7
производство	11,2	20,0	29,1	27,1	24,7	25,9	27,3	20,2	17,6
строительство	3,3	6,7	6,4	5,4	7,5	8,0	3,7	4,4	4,6
Производство услуг	х	64,3	62,4	66,3	69,0	67,3	х	64,7	66,2
торговля	33,3	23,6	17,6	15,0	16,7	15,0	17,0	18,1	17,4
финансовые услуги	3,9	4,7	8,4	10,9	13,0	14,2	10,9	10,3	11,2
бизнес-услуги	7,2	8,9	8,9	12,2	13,4	12,8	12,9	13,1	14,5
транспорт и коммуникации	13,7	10,5	14,0	13,2	12,0	11,4	12,1	11,3	10,2

Источники: 1960, 2005 гг. — данные Singapore's Manufacturing Sector 1990—2005. Statistics Singapore Newsletter, March 2006;

1970—1999 гг. — Chia S. Y. Singapore Towards a Knowledge-Based Economy / Masuyama S., Vandenbrink D., Chia S. Y. Industrial Restructuring in East Asia: Towards the 21st Century. Institute of Southeast Asian Studies, 2001. P. 171;

2010—2012 гг. — данные Department of Statistics Singapore (<http://www.singstat.gov.sg>).

**Показатели валютного рынка Сингапура, 1989—2013 гг.**

Год	Среднедневной оборот торговли на глобальном валютном рынке <sup>1</sup> (в апреле соответствующего года), млрд долл. США	Доля в мировом обороте, %	Место в мировом обороте
1989	55	7,66	5
1992	74	6,87	4
1995	105	6,67	4
1998	145	6,90	4
2001	104	6,10	4
2004	134	5,10	4
2007	242	5,60	5
2010	266	5,30	4
2013	383	5,70	3

<sup>1</sup> Global Foreign Exchange Market Turnover (net-gross basis (adjusted for local inter-dealer double-counting), daily averages).

Источники: Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Bank for International Settlements, September 2013.

Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements, May 1995.

## Показатели фондового рынка Сингапура, 1990—2012 гг.

Год	Капитализация рынка акций		Доля 10 крупнейших компаний в капитализации рынка акций, %	Объем торговли акциями, % ВВП	Доля 10 наиболее торгуемых компаний в объеме торгов, %	Оборот по акциям <sup>1</sup> , %	Количество компаний, имеющих листинг, шт.	Объем выпущенных облигаций по номинальной стоимости, млрд синг. долл.
	млрд синг. долл.	% ВВП						
1990	63,6	95,0	х	56,2	х	57,8	150	х
1995	217,9	183,2	х	74,8	х	42,8	212	26*
2000	259,0	159,3	58,1	95,4	18,115	52,1	418	49,5
2005	535,2	256,4	39,2	97,0	39,237	40,4	685	136,9
2010	538,3	170,4	28,1	129,9	59,255	82,9	461	185
2012	520,9	150,8	х	57,0	28,625*	43,3	472	231

<sup>1</sup> — объем торговли акциями/капитализация, %.

\* — для 2011 г., для 1996 г.

Источники: Капитализация рынка акций (Market capitalization of listed companies (% of GDP)), объем (Stocks traded, total value (% of GDP)) и оборот по акциям (Stocks traded, turnover ratio (%)), количество компаний, имеющих листинг (Number of listed companies) — данные World Bank Database;

Доля 10 крупнейших компаний в капитализации, доля 10 наиболее торгуемых компаний — данные Federal Reserve Bank of St. Louis;

Объем выпущенных облигаций — The Singapore Corporate Debt Market Review 2012. MAS, 2012; 2003 Survey of the Singapore Corporate Debt Market. MAS, June 2004.

**Динамика активов АСУ и DBU в Сингапуре, 1970—2013 гг.**

Год	Активы АСУ, млн сингапурских долларов	Активы DBU, млн сингапурских долларов	Активы АСУ/ВВП, %	Активы DBU/ВВП, %	Активы DBU/активы АСУ, %
1970	127,3	4299,4	2	74	3376
1971	348,4	4871,0	5	71	1398
1972	1058,2	6391,0	13	78	604
1973	2554,4	8902,0	25	87	348
1974	4250,3	9617,0	34	77	226
1975	5312,4	11 213,3	40	84	211
1976	7023,6	12 998,1	48	89	185
1977	8616,2	18 238,0	54	114	212
1978	11 890,9	21 218,3	67	119	178
1979	17 549,6	26 747,8	86	130	152
1980	25 402,8	33 316,1	101	133	131
1981	40 600,0	44 630,8	138	152	110
1982	48 268,5	48 537,2	148	149	101
1983	52 938,1	56 537,8	144	154	107
1984	60 032,7	65 707,2	150	164	109
1985	70 619,8	70 618,0	181	181	100
1986	92 128,3	76 833,3	235	196	83
1987	116 272,9	86 483,6	271	201	74
1988	139 372,7	96 441,2	275	190	69
1989	172 583,2	127 201,7	297	219	74
1990	215 386,7	134 002,0	322	200	62
1991	207 070,7	136 093,4	278	182	66
1992	218 162,0	153 302,4	269	189	70
1993	238 956,1	170 250,4	253	181	71

Год	Активы АСУ, млн сингапурских долларов	Активы DBU, млн сингапурских долларов	Активы АСУ/ВВП, %	Активы DBU/ВВП, %	Активы DBU/активы АСУ, %
1994	272 576,5	201 952,5	253	187	74
1995	337 407,5	224 578,7	284	189	67
1996	359 472,0	252 723,4	275	194	70
1997	375 263,5	289 572,3	264	203	77
1998	300 478,4	308 780,6	218	224	103
1999	281 565,72	321 045,4	196	223	114
2000	279 410,23	335 816	172	207	120
2001	259 790,68	373 747,9	165	238	144
2002	269 527,22	353 115	166	218	131
2003	292 245,88	362 528,4	175	217	124
2004	344 073,34	398 236,7	181	209	116
2005	367 326,56	425 222,5	176	204	116
2006	439 696,55	508 449,9	190	220	116
2007	601 811,42	582 859	225	217	97
2008	645 108,96	668 298,4	239	248	104
2009	597 724,86	706 814,2	218	257	118
2010	712 353,11	781 607,4	225	247	110
2011	810 583,84	855 811,4	243	256	106
2012	874 838,3	911 009	253	264	104
2013	943 387,6	973 105,8	255	263	103

Источники: по данным Department of Statistics Singapore ([www.singstat.gov.sg](http://www.singstat.gov.sg)).

Активы АСУ (Asian Dollar Market, Assets of АСУ, US dollars) — переведены из долларов США в сингапурские доллары по курсу сингапурского доллара (National Currency per U. S. Dollar, Period Average) по данным IMF IFS;

Активы DBU (Banks, Assets of DBU, S\$);

ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — данные IMF IFS.

Данные по активам АСУ и DBU за 1970—1988 гг. — по: *Tan K. Giap, C. K. Singapore's Dichotomized Financial System / In Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. Manila : Asian Development Bank, September 1999. P. 114—118.*

**Динамика активов под управлением в Сингапуре, 1989—2013 гг.**

Год	Активы под управлением, млрд сингапурских долларов	Доля Сингапура в источниках средств активов под управлением, %	Активы под управлением/ВВП, %
1989	11,8	x	20,3
1990	18,1	x	27,1
1991	25,6	x	34,3
1992	37,5	x	46,2
1993	61,8	x	65,5
1994	65,9	x	61,1
1995	86,4	x	72,6
1996	125	x	95,8
1997	124,1	x	87,2
1998	150,6	21	109,2
1999	273,7	25	190,2
2000	276,2	25	169,9
2001	307	29	195,4
2002	344	30	212,0
2003	465	30	278,2
2004	573	30	300,8
2005	720	20	344,9
2006	891	16	385,0
2007	1 173	14	437,6
2008	864	20	320,4
2009	1 208	20	439,8
2010	1 354	20	428,6



Год	Активы под управлением, млрд сингапурских долларов	Доля Сингапура в источниках средств активов под управлением, %	Активы под управлением/ВВП, %
2011	1 338	30	400,5
2012	1 626	20	470,5
2013	1 630	20	440,5

Источники: ВВП (Gross Domestic Product, Nominal, National Currency) — данные IMF IFS;

Активы под управлением (Assets Under Management) — 2012—1999 Singapore Asset Management Industry Survey. MAS; 1998 Survey of Fund Management Activities in Singapore. MAS, June 1999.

## Структура финансового счета Сингапура

Показатель	1972	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009
Баланс финансового счета, млн долл. США	395	579	1582	698	3947	-2732	-5716	-16667	-20275
Чистые прямые инвестиции, млн долл. США	141	254	1138	809	3541	4748	10 569	4241	10 830
Исходящие/входящие прямые инвестиции, %	-13	-13	-8	-23	-36	-59	-36	-73	-36
Чистые портфельные инвестиции, млн долл. США	64	-2	13	175	-1037	-7152	-14 591	833	-30 160
Исходящие/входящие портфельные инвестиции, %	-17	-108	-91	-67	-281	-48870	1092	-87	428
Чистые прочие инвестиции, млн долл. США	191	328	432	-285	1444	-328	-1694	-21 741	-945
Исходящие/входящие прочие инвестиции, %	-34	-42	-63	-115	-13	-103	-112	-288	-130

Источник: IMF IFS (2010 г.)

Финансовый счет (Financial Account Balance, US dollars); показатель «Чистые прямые инвестиции» рассчитан как алгебраическая сумма показателей «Прямые инвестиции за границу (исходящие потоки)» (Direct Investment Abroad, US dollars) и «Прямые иностранные инвестиции (входящие потоки)» (Direct Investment in Reporting Economy, US dollars);

показатель «Чистые портфельные инвестиции» рассчитан как алгебраическая сумма показателей «Портфельные инвестиции за границу (исходящие потоки)» (Portfolio Investment Assets, US dollars) и «Портфельные инвестиции (входящие потоки)» (Portfolio Investment Liabilities, US dollars);

показатель «Чистые прочие инвестиции» рассчитан как алгебраическая сумма показателей «Прочие инвестиции за границу (исходящие потоки)» (Other Investment Assets, US dollars) и «Прочие инвестиции (входящие потоки)» (Other Investment Liabilities, US dollars).

# Китай

Приложение 24

## Примеры административных методов регулирования в Китае

Административные инструменты	Направления применения
Установление значений ключевых рыночных индикаторов	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Установление официального курса валюты. С 1994 по 2005 г. национальная валюта Китая была привязана к американскому доллару с обменным курсом 8,28 : 1.</li><li>2. Административное закрепление условий применения различных курсов валют для торговых и неторговых операций (см. п. 5.5).</li><li>3. В денежно-кредитной политике (ДКП): установленные ориентиры процентных ставок по кредитам и депозитам для банков, административно устанавливаемые доходности по отдельным выпускам векселей ЦБ</li></ol>
Запреты / ограничения	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Разграничение финансового рынка для резидентов и нерезидентов (акции «А» и «В») (см. табл. 5.1).</li><li>2. Запрет на покупку юаня нерезидентами. Введение валютных чеков для иностранцев (Foreign Exchange Certificates, FEC; отменены только в 1994 г.).</li><li>3. Концентрация валютно-обменных и расчетных операций вначале в одном (Bank of China), потом в нескольких крупных институтах. Только с 1985 г. отдельным филиалам и представительствам банков (не только ВОС) разрешено проводить валютно-обменные операции. Запрет на их проведение другими коммерческими банками (см. п. 5.4, 5.5).</li><li>4. Запрет коммерческим банкам покупать договоры репо на государственные облигации на биржевом рынке</li></ol>
Квоты	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Квоты на выпуск новых ценных бумаг (акции — IPO, корпоративные облигации). Годовая квота на выпуск новых акций устанавливалась Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC) до 2001 г. Система распределения квот включала министерства, провинции, муниципалитеты, распределявшие квоты среди подведомственных им компаний, которые, по их мнению, могли бы стать публичными (см. табл. 5.1).</li><li>2. Квоты на объемы международных продаж, расчеты по которым можно было осуществлять по специальному, отличному от официального расчетному курсу.</li></ol>

Административные инструменты	Направления применения
	3. Квоты на объем краткосрочных долговых инструментов, номинированных в иностранной валюте <sup>1</sup> . 4. Инвестиционные квоты для иностранных институциональных квалифицированных инвесторов <sup>2</sup>
Лотереи	Распределение новых выпусков акций и облигаций на основе случайного выбора, впоследствии — по сумме денег, которые инвестор готов заплатить. Отмечено в 2002 г.
Планы	Производственный план, кредитный план, кассовый план и т.д.
«Нерыночные» регуляторы	Участие в управлении работой финансового рынка органов местного самоуправления. К их юрисдикции долгое время относилось регулирование нефинансовых институтов, выполняющих, в том числе, финансовые функции: ломбардные дома, учреждения кредитных гарантий, микрокредитные компании. Распределение лимитов на выпуск корпоративных облигаций и IPO акций.

<sup>1</sup> Как активный инструмент ДКП упоминается в Годовом отчете Народного банка Китая (PBC) за 2009 г., раздел — монетарная политика // <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/960/index.html>.

<sup>2</sup> Иностранное юридическое лицо, которое осуществляет инвестиции на рынок ценных бумаг Китая, на основе соответствующей лицензии и сертификата, подтверждающего размер разрешенной инвестиционной квоты. Появились на китайском рынке с 2002 г. как результат реализации программы по либерализации рынка капитала для иностранных участников. См.: Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors» (Nov. 5, 2002). [http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content\\_2109112.htm](http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content_2109112.htm), изменения и дополнения к документу).

**Система регуляторов финансового рынка**

**Официальный подход к реформированию системы регулирования финансового рынка Китая с 2014 г. (шесть направлений реформы)<sup>1</sup>**



Источники: По данным годового отчета CSRC за 2012 г. [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/about/annual/201307/P020130716403852654782.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/annual/201307/P020130716403852654782.pdf).

1) Сбалансированное применение инвестиционных, финансовых инструментов и риск-менеджмента. Защита прав мелких инвесторов.

2) Нахождение баланса между темпами роста, развитием инфраструктуры, качеством работы, обеспечением равенства участников.

3) Переход от предварительного рассмотрения и одобрения на преимущественно оперативное и опережающее регулирование.

<sup>1</sup> Supervision Transformation as the Focus Address / by CSRC Chairman Xiao Gang on 2014 National Conference on Securities and Futures Supervision, January 21, 2014, section 1 [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/Informations/phgall/201402/t20140211\\_243696.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/phgall/201402/t20140211_243696.htm).

Китай

4) Создание целостной и распределенной системы регулирования с обменом информацией между регуляторами<sup>1</sup>.

5) Делегирование и распределение полномочий между субъектами регулирования, повышение экспертной составляющей.

6) Рост открытости и прозрачности системы регулирования, в том числе за счет перехода на преимущественно пруденциальные методы.

---

<sup>1</sup> В 2013 г. было объявлено о создании суперведомства для координации работы четырех регуляторов финансового сектора (CBRC, CSRC, CIRC, SAFE) в форме рабочей группы из глав-представителей комиссий, возглавляемых главой PBC / <http://www.ibtimes.co.uk/china-financial-sector-coordination-group-pboc-500178>.

## Современное развитие системы регулирования финансового рынка КНР

Направления	Действия регуляторов
<p>Регулирование «теневое» банковского сектора (финансовые компании, компании ипотечного страхования, кредитные хедж-фонды и др.) (Shadow Banking)</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. С 2011 г. Народный банк Китая (PBC) включил в систему финансовой статистики корпоративные займы (entrusted loans). Данный продукт — отличительная черта кредитного рынка КНР. Представляет организацию предоставления кредита от заимодавца к заемщику через посредничество банка-агента. Банк-агент представляет попечителя, а заимодавец — доверителя. Банк-агент организует получение процентного дохода, взимает комиссию за услуги, но не принимает на себя никаких кредитных рисков.</li> <li>2. Органы местного самоуправления усилили регулирование нефинансовых институтов, выполняющих финансовые функции: ломбардные дома, учреждения кредитных гарантий, микрокредитные компании</li> <li>3. Ужесточено регулирование суррогатных продуктов коммерческих банков<sup>1</sup> (см. Приложение 27)</li> </ol>
<p>Надзор за хедж-фондами</p>	<p>Изменения в Закон об инвестиционных фондах на рынке ценных бумаг (одобрены в декабре 2012). Новый раздел по частным фондам, необходимость их регистрации, формы и порядок раскрытия информации.</p> <p>Ассоциация по управлению активами (CPO) — правила по регистрации и предоставлению продуктов частных инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг.</p> <p>На перспективу внедрение следующих инструментов: регистрация управляющих фондами, квалифицированных инвесторов, разработка норм поведения, правил надзора, системы штрафных санкций</p>
<p>Управления рисками секьюритизации</p>	<p>PBC обнародовал Заявление No 227 [2012] по регулированию передачи части риска актива, лежащего в основе секьюритизированного продукта.</p> <p>Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC) выпустила правила администрирования деятельности брокеров-дилеров (15 марта 2013 г.), уточняющие требования к активам, лежащим в основе секьюритизированного продукта, к их торговой структуре, порядок надзора и управления рисками, связанными с секьюритизированными продуктами</p>

Направления	Действия регуляторов
Надзор за структурированными продуктами	Ассоциация по ценным бумагам (CPO) — руководство по обеспечению стандартов пригодности брокерско-дилерской системы для инвесторов (Investor Suitability System of Broker-dealers), которые требуют от брокеров-дилеров исполнения принципа «знай своего клиента» и внедрения системы управления пригодностью продукта для клиентов при предложении сложных (комплексных) финансовых продуктов и услуг
Консолидированный надзор и контроль за системообразующими финансовыми институтами (SIFIs)	Руководство по консолидированному надзору за банковской системой. Введены ключевые инструменты пруденциального надзора. В 2012 г. PBC совместно с другими регуляторами — анализ и формирование итогового заключения об уровне принимаемых рисков и подготовки процедур ликвидации системообразующих организаций. Комиссия по регулированию банковской системы (CBRC) консолидированный надзор за работой банков, выполнение требований международных стандартов по пруденциальному надзору. На перспективу: усиление надзора, повышение регулятивных требований, заключений по уровню риска
Основание надзорных колледжей <sup>2</sup>	CBRC основал скоординационные механизмы (надзорные колледжи) для крупных китайских банков: Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), Bank of China (BOC) <sup>3</sup> , China Construction Bank (CCB), Bank of Communication (BOCOM). В процессе создание надзорного колледжа для Agricultural Bank of China (ABC)
Обмен информации и координация действий между регуляторами	Закон о банковском надзоре (The Banking Supervision Law) предусматривает, что CBRC создает механизм обмена информацией между регуляторами, в том числе с надзорными органами других стран для контроля трансграничных операций китайских банков CBRC. В 2012 PBC и CSRC подписали Меморандум о взаимопонимании в области ужесточения надзора на рынке ценных бумаг и рынке производных финансовых инструментов. Был организован отдельный канал взаимодействия между ними
Укрепление ресурсной базы для эффективного пруденциального надзора	Двенадцатый пятилетний план КНР4 поставил задачу построения антициклической системы макропруденциального надзора: — Народный банк Китая (PBC) внедрил систему индикато-



Направления	Действия регуляторов
	<p>ров по мониторингу финансовой стабильности (охватывает макроэкономику, финансовый рынок, банковскую систему, рынок ценных бумаг и страховой сектор, а также ломбардные дома, учреждения кредитных гарантий, микрокредитные компании и частное кредитование);</p> <p>— внедрена дифференцированная политика ипотечного кредитования и коэффициента стоимости кредита (LTV ratio) в макропруденциальном регулировании<sup>5</sup> для снижения спекулятивной составляющей на рынке недвижимости.</p> <p>На перспективу: совершенствование мониторинга и оценки рисков в смежных областях; между финансовым рынком и: макроэкономикой; трансграничной экономикой; муниципальные финансы, рынок недвижимости, внебалансовые активы коммерческих банков и финансовых институтов</p>
Усиление регулирования и надзор за деятельностью рейтинговых агентств <sup>6</sup>	<p>2006 г. Народный банк Китая (PBC) обнародовал спецификации деятельности рейтинговых агентств на кредитном и межбанковском рынках (Specification for Credit Rating in the Credit Market and Inter-bank Market (JR/TO030-2006)). В августе 2007 г. CSRC опубликовала временные меры по ведению рейтингового бизнеса на рынке ценных бумаг, в которых уточняются требования по лицензированию и ведению бизнеса. В марте 2012 г. Ассоциация ценных бумаг Китая (SAC) опубликовала Кодекс поведения кредитных рейтинговых агентств</p>
Применение международных стандартов учета и расчета справедливой стоимости	<p>MOF (Ministry of finance), CBRC, CIRC, CSRC приняли нормативные документы по:</p> <p>— внедрению Стандартов бухгалтерского учета для коммерческих предприятий в листинговых и нелистинговых компаниях (подготовка годовых отчетов) — Accounting Standards for Business Enterprises, ASBEs);</p> <p>— внедрению механизма расчета справедливой стоимости активов в соответствии с международными стандартами (International Financial Reporting Standards).</p> <p>Применяются всеми листинговыми компаниями, SOE, финансовыми институтами, другими крупными и средними компаниями</p>
Система раскрытия информации по рискам	<p>Банки обязаны раскрывать информацию во исполнение соответствующих правил и норм. Министерство финансов пересмотрело текущие принципы бухгалтерского учета со-</p>

Направления	Действия регуляторов
	гласно МСФО7 и МСФО13. Связанные с ними документы — Правила по раскрытию информации коммерческими банками и Китайские стандарты учета
Система страхования вкладов	Не действует. С 2007 г. PBC совместно с регуляторами проводит подготовительную работу. Подготовлены поправки к действующему закону по защите прав и интересов потребителей (в части финансовых услуг)
Рост интеграции и эффективности финансового рынка	Статья 39 Закона о ценных бумагах (Securities Law) предусматривает, что акции, корпоративные облигации и другие ценные бумаги, предлагаемые к публичному обращению, могут торговаться <i>только на акционерных торговых площадках</i> или могут быть переведены на другие торговые площадки, список которых утвержден Государственным Советом. Это запрещает организацию торговли китайскими ценными бумагами в альтернативных торговых системах. CSRC разрабатывает систему мер, стимулирующих инновации в торговых механизмах
Усиление прозрачности рынка сырьевых товаров	<p>— <i>Принято временное положение по регулированию фьючерсной торговли (1999)</i>, которое ввело запрет на использование запрещенных операций на рынке производных финансовых инструментов (инсайдерская торговля, манипулирование, мошенничество). Фондовые биржи обязаны иметь системы защиты от рисков срочного рынка (маржа, лимиты, резервы по рискам, контроль за крупными игроками);</p> <p>— <i>Заменено на Положение по администрированию фьючерсной торговли (2007)</i> — дополнено требованиями по раскрытию информации</p> <p>CSRC заявляет о намерениях совершенствовать систему раскрытия информации на рынке производных финансовых инструментов</p>

<sup>1</sup> Новые правила CBRC введены в марте 2013 г., изменены в ноябре 2013 г.

<sup>2</sup> Координационные структуры, созданные на временной или постоянной основе, которые объединяют регулятивные органы, связанные с осуществлением надзора за деятельностью банковских групп. На практике представляют собой механизм обмена информацией между национальными и зарубежными регуляторами для планирования и осуществления ключевых задач надзора и контроля, разрешения чрезвычайных ситуаций. Фундаментальной задачей надзорных органов в таких структурах является принятие совместного решения о достаточности капитала с учетом принимаемого риска банковских трансграничных групп.

<sup>3</sup> Применяются только в банковском секторе, поэтому не все принципы IOSCO (в частности, Principle 10 in IOSCO's «Principles Regarding Cross-Border Supervisory Coopera-

## Приложение 26

ration») находят применение в системе трансграничного надзора за банковскими группами.

<sup>4</sup> Двенадцатый пятилетний план (2011—2015). Обсужден и принят в середине октября 2010 г. на 50-м пленарном заседании 17-го Центрального комитета Коммунистической партии КНР. Полный текст плана был одобрен Всекитайским собранием народных представителей 14 марта 2011 г.

<sup>5</sup> Относительно новый инструмент макропруденциального регулирования. Представлен в виде коэффициента стоимости кредита в залоговом кредитовании (The loan-to-value (LTV) ratio) — это коэффициент, отражающий максимально допустимый размер кредита относительно стоимости залога (дома).

<sup>6</sup> Рейтинговые агентства на рынке ценных бумаг в Китае всегда были объектом пристального государственного регулирования, что отражено, в том числе, в Законе о ценных бумагах.

Источники: 2013 IMN Survey of National Progress in the Implementation of G20/FSB Recommendations.

### Суррогатные финансовые продукты в КНР и масштабы их распространения

Система корпоративных займов (Entrusted loans)	Организация предоставления займа от небанковского заемщика к заемщику через посредничество банка-агента. Банк-агент представляет попечителя, а заимодавец — доверителя. Банк-агент организует получение процентного дохода, взимает комиссию за услуги, но не принимает на себя кредитные риски
Суррогат депозитов (WPM)	Представляет собой своего рода «депозит», учитываемый на забалансовых счетах коммерческого банка. Является продуктом с высоким уровнем риска, позволяющим участвовать в инвестировании в смешанный пул нестандартных активов без обеспечения банковскими активами. По данным Комиссии по регулированию банковской системы (China Banking Regulatory Commission, CBRC), на конец сентября 2013 г. объем банковских WPM составил 1,63 трлн долл. (9,9 трлн юаней)
Хедж-фонды	Общие активы под управлением хедж-фондов со страной происхождения КНР составляли 1,6 млрд долл. в 2008 г. и 3,6 млрд долл. в 2013 г.
Структурированные продукты	Массовое предоставление брокерско-дилерскими компаниями сложных структурированных продуктов
Нефинансовые институты	Массовое распространение: ломбардные дома, учреждения кредитных гарантий, микрокредитные компании
Быстрое развитие рынка производных финансовых инструментов	Торговый оборот на рынке фьючерсов КНР составил в 2012 г. 27,1 трлн долл. (171,13 трлн юаней), в 2000 г. составлял 0,19 трлн долл. (1,6 трлн юаней) (см. табл. 5.19)

Источники: По данным eureka hedge.com.

**Инвестиционная политика КНР и ее дивергенция**

	Частные инвестиции	Государственные инвестиции	Иностранные инвестиции	Инвестиции в зарубежные активы
Стратегические документы, отражающие изменения в инвестиционной политике	1. Положение о частном инвестировании — 36 направлений реализации <sup>1</sup> . 2. Положение о разделении функций по стимулированию частных инвестиций <sup>2</sup>	В процессе разработки — Положение о прайвильственных инвестициях <sup>3</sup>	Каталог-руководство отраслей для иностранных инвестиций (Catalogue for Guidance of Foreign Investment in Industry) в редакции 2011 г. <sup>4</sup>	«Go Global Strategy» — государственная политика по стимулированию инвестиций за рубежом <sup>5</sup> . Каталог-руководство перспективных отраслей для зарубежных инвестиций (Guidance Catalogue of Outward Foreign Direct Investment in Foreign Countries and Industries) <sup>6</sup>
Цель инвестиционной политики	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поощрение частного предпринимательства;</li> <li>• Вхождение частного капитала в реализацию инновационных государственных программ<sup>7</sup>;</li> <li>• Реформирование монополий</li> </ul>	Направление государственных инвестиций на масштабные проекты социальной направленности, для повышения качества жизни населения	Привлечение иностранного капитала в высокотехнологичные производства	Ускорение интеграции китайских компаний в глобальную экономику посредством осуществления зарубежных инвестиций, технологическое обновление производственных технологий
			Курс на сбалансированное развитие, выравнивание объемов привлекаемых в китайскую экономику ПИИ и инвестиций в зарубежные активы <sup>8</sup>	
Задачи инвестиционной политики	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Расширение перечня отраслей для допуска частных инвесторов;</li> <li>• Доступ к участию в при-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Централизация и укрупнение инвестиционных портфелей;</li> <li>• Усиление поддержки стратеги-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разграничение ПИИ на: <ul style="list-style-type: none"> <li>— поощряемые;</li> <li>— разрешаемые, ограниченные;</li> </ul> </li> </ul>	Акцент на следующих задачах «Go Global Strategy» <sup>10</sup> : <ul style="list-style-type: none"> <li>— опережающий рост инвестиций за рубежом;</li> </ul>

	Частные инвестиции	Государственные инвестиции	Иностранные инвестиции	Инвестиции в зарубежные активы
	ватизации SOE	чески значимых проектов	— запрещенные <sup>9</sup>	— совершенствование механизмов информационной и консультационной поддержки инвесторов; — усиление макроэкономического надзора; — защита прав китайских инвесторов за рубежом
Приоритетные отрасли / Механизмы поощрения	<p>Приоритетные отрасли для частных инвестиций<sup>11</sup>:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Доступ к финансовому сектору (создание сельских и городских финансовых кооперативов, кредитных компаний, в деятельности коммерческих банков в качестве акционеров);</li> <li>2. Нефтяная промышленность;</li> <li>3. Электроэнергетика;</li> <li>4. Железные дороги;</li> <li>5. Телекоммуникации;</li> </ol>	<p>Приоритетные направления<sup>12</sup>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— доступное жилье и обслуживающая его инфраструктура;</li> <li>— зернопроизводственные мощности;</li> <li>— благоустройство села;</li> <li>— строительство гидротехнических сооружений и железных дорог;</li> <li>— экономия энергоресурсов;</li> <li>— снижение вредных выбросов;</li> <li>— оздоровление окружающей среды;</li> <li>— освоение ключевых технологий и программ иннова-</li> </ul>	<p>Поощряемые направления, вновь включенные<sup>13</sup>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— производство элементов для солнечных батарей, комплектующих ветровых электростанций и высокоскоростных поездов;</li> <li>— современные виды производств в химической промышленности и др.;</li> <li>— переработка отходов и восстановление экологии;</li> <li>— выращивание экологически чистых органических овощей.</li> </ul> <p>Механизмы поощрения: облегченный вариант получения</p>	<p>Перспективными отраслями являются: информационные технологии нового поколения, энергосбережение, биотехнологии, новые источники энергии, производство высококачественного оборудования, новых материалов, двигателей, работающих на новых источниках энергии.</p> <p>Механизмы поощрения:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— политическая поддержка крупных китайских компаний в решении вопросов по сделкам слияний и поглощений с зарубежными компаниями</li> <li>— смягчение административных процедур оценки соот-</li> </ul>

	Частные инвестиции	Государственные инвестиции	Иностранные инвестиции	Инвестиции в зарубежные активы
	<p>6. Освоение ресурсов и коммунальное хозяйство.</p> <p>Механизмы поощрения:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Уравнивание доступа;</li> <li>2. Развитие государственно-частного партнерства;</li> <li>3. Субсидирование государством процентных ставок по кредитам и предоставление инвестиционных дотаций из бюджета</li> </ol>	<p>ционного развития;</p> <p>— качественное улучшение образовательных и медицинских услуг.</p> <p>Механизмы поощрения: отдельно не применяются</p>	<p>одобрения государства, предварительного для «поощряемых отраслей»</p>	<p>ветствия и получения разрешения на приобретение зарубежных активов<sup>14</sup>;</p> <p>— усиление макроэкономического надзора вместо контроля масштабов и направлений инвестирования;</p> <p>— инструменты прямой государственной поддержки, в том числе с привлечением уполномоченных финансовых институтов;</p> <p>— акцент на большее согласование центральной инвестиционной политики в области зарубежных инвестиций и аналогичной политики, проводимой на региональном уровне местными органами власти</p>

<sup>1</sup> Некоторые соображения Госсовета КНР по вопросам поощрения, здорового развития и ориентирования частных национальных инвестиций» (май 2010 г.).

<sup>2</sup> Уведомление канцелярии Госсовета КНР о разделении функций по стимулированию и здоровому развитию частных национальных инвестиций» (июль 2010 г.).

<sup>3</sup> Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая (theorychina.org) [Официальный сайт] <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc-50d3-4cf-9088-12de81277569>. С. 16.

<sup>4</sup> Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries<sup>S</sup> (Amended in 2011) [Electronic resource] // Ministry of Commerce People's Republic of China, MOFCOM [Official

Китай

website]. <http://english.mofcom.gov.cn/article/policyrelease/aaa/201203/20120308027837.shtml>.

<sup>5</sup> Реализации «Go Global Strategy» были посвящены отдельные разделы в 10-м пятилетнем плане 2001—2005 гг., 11-м пятилетнем плане 2006—2010 гг. В 12-м пятилетнем плане 2011—2015 гг. «Go Global Strategy» была определена как одна из целей государственной политики в области иностранных инвестиций.

<sup>6</sup> В июле 2004 г. Министерство торговли Китая совместно с Министерством иностранных дел обнародовали первое Руководство по инвестициям за рубежом, в котором были представлены каталоги (списки) перспективных отраслей для инвестирования по 68 странам. Данный каталог являлся основным инструментом Министерства торговли для принятия решений об одобрении и управлении проектами зарубежных инвестиций, он регулярно пополняется и обновляется. Например, в мае 2005 г. каталог был расширен за счет включения в него еще 28 стран. Кроме того, был подготовлен новый каталог по инвестициям в торговые операции с текстильной продукцией в Латинской Америке и в Азии. Все каталоги представлены на интернет-сайте Министерства торговли Китая (<http://english.mofcom.gov.cn/>).

<sup>7</sup> Оптимизация отраслевой структуры и ускорение формирования новых отраслей стратегического характера.

<sup>8</sup> Xinhua News Agency report, 7 March 2011 retrieved from [www.news.cn](http://www.news.cn).

<sup>9</sup> К запрещенным относятся: производство оружия и боеприпасов; разведка, добыча, обогащение радиоактивных и редкоземельных руд; плавка и обработка радиоактивных руд; строительство и эксплуатация электросетей; производство продукции с канцерогенным, тератогенным, мутагенным действием и производящей длительное органическое загрязнение; управление авиаперевозками; фьючерсные компании; радио и телевидение; издание и импорт книг, газет, журналов, аудио-, видео- и электронной информации; почта; разведение редких и ценных видов, сортов, пород растений, скота, продуктов водного промысла; вылов продуктов водного промысла в территориальных водах КНР.

<sup>10</sup> Central People's Government of the People's Republic of China website, report dated 28 October 2010.

March 2011; Wen Jiabao, Report on the Work of the Government, XinhuaNet website, 15 March 2011.

<sup>11</sup> Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая ([theorychina.org](http://theorychina.org)) [Официальный сайт] <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc-50d3-4cf-9088-12de81277569>. С. 20.

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Всего к поощряемым относятся 260 направлений в сфере сельского, лесного хозяйства и животноводства, текстильной промышленности, энергетики, металлургии, нефтяной, нефтехимической, химической промышленности, машиностроения, электронной промышленности, производства строительных материалов, медицинского оборудования, аэрокосмической промышленности, микроэлектроники, новых видов материалов, био- и информационных технологий, защиты окружающей среды.

<sup>14</sup> Обязательность одобрения инвестиций MOFCOM и его территориальными подразделениями при взаимодействии с NDRC.



**Иностранные инвестиции и инвестиции в зарубежные активы**

Год	Прямые зарубежные инвестиции (OFDI), млрд долл	Темп прироста, %	Освоенные прямые иностранные инвестиции (IFDI)	Темп прироста, %	OFDI / IFDI, млрд долл.
1990	0,9	х	3,487	х	3,87
1991	1	11,11	4,366	25,21	4,37
1992	4	300,00	11,008	152,13	2,75
1993	4,3	7,50	27,515	149,95	6,40
1994	2	-53,49	33,767	22,72	16,88
1995	2	0,00	37,521	11,12	18,76
1996	2,1	5,00	41,726	11,21	19,87
1997	2,6	23,81	45,257	8,46	17,41
1998	2,7	3,85	45,463	0,46	16,84
1999	1,9	-29,63	40,319	-11,31	21,22
2000	1	-47,37	40,715	0,98	40,72
2001	6,89	589,00	46,878	15,14	6,80
2002	2,7	-60,81	52,743	12,51	19,53
2003	2,9	7,41	53,505	1,44	18,45
2004	5,5	89,66	60,63	13,32	11,02
2005	12,3	123,64	60,325	-0,50	4,90
2006	21,2	72,36	69,468	15,16	3,28
2007	26,5	25,00	82,658	18,99	3,12
2008	55,9	110,94	92,395	11,78	1,65
2009	56,5	1,07	90,033	-2,56	1,59
2010	68,8	21,77	105,735	17,44	1,54
2011	60,07	12,69	116,011	9,72	1,93

Год	Прямые зарубежные инвестиции (OFDI), млрд долл	Темп прироста, %	Освоенные прямые ино- странные инве- стиции (IFDI)	Темп прироста, %	OFDI / IFDI, млрд долл.
2012	77,22	28,55	111,72	-3,70	1,45
2013	90,17	16,77	117,586	5,25	1,30
2014 г.*	92	2,03	121,7	3,50	1,32

\* Государственный комитет КНР по развитию и реформе. Доклад о выполнении плана экономического и социального развития за 2013 г. и проекте плана на 2014 г. / Представлен 5 марта 2014 г. 2-й сессии Всекитайского собрания народных представителей 12-го созыва [Электронный ресурс] // Теория Китая (theorychina.org) [Официальный сайт] <http://book.theorychina.org/upload/8d8d40cc-50d3-4cf-9088-12de81277569>. С. 18.

Источник: По данным MOFCOM. <http://www.fdi.gov.cn>.

**Децентрализация системы управления ПИИ на современном этапе**

С августа 2008 г.	Уведомления о существенных фактах в деятельности компаний с ПИИ (не связанными с изменением в их имущественном комплексе — изменение наименований компании, инвесторов, количества директоров и т.д.) направляются в органы управления местного (регионального) уровня <sup>1</sup>
С 2008 г.	Поднят потолок (со 100 до 300 млн долл.) <sup>2</sup> , определяющий предельный размер инвестиционных проектов, финансируемых ПИИ, решение по реализации которого (из Каталога-руководства в части «поощряемых» отраслей) может приниматься на местном уровне <sup>3</sup> . Данные проекты включают не только производственный сектор, но и сферу услуг, за исключением иностранных инвестиций в финансовый и телекоммуникационный сектор
В 2009 г.	На местный уровень переданы полномочия по одобрению проектов с участием ПИИ в части разрешаемых отраслей, за исключением проектов, затрагивающих национальные интересы. Впервые на местном уровне возможно давать разрешение на создание компаний с иностранным участием с уставным капиталом до 100 млн долл. При этом для проектов, относящихся к так называемым запрещенным отраслям этот потолок остается неизменным — 50 млн долл.
В июле 2008 г.	Определены основные направления реформирования системы управления ПИИ — упрощение процедур одобрения, проведения текущих проверок, администрирования проектов, реализуемых иностранными компаниями в зависимости от типа и масштаба <sup>4</sup>
В марте 2009 г.	Министерство торговли Китая выпустило очередной циркуляр, упрощающий процедуру проверки и одобрения операция импорта оборудования для компаний с иностранными инвестициями, создания этими компаниями филиалов и подразделений на территории Китая <sup>5</sup>
В июле 2010 г.	Госссовет КНР отменил 113 положений, выполнение которых было необходимо для получения одобрения реализации проекта с ПИИ. По 71 положению принятие решений было перенесено с центрального на региональный и местный уровни <sup>6</sup>
В феврале 2011 г.	Вышел циркуляр Министерства торговли, ограничивающий применение разрешительных процедур для инвестиционных проектов, касающихся отраслей, которые не являются предметом пристального внимания со стороны регулирующих органов <sup>7</sup>

	<p>Повышение прозрачности системы регулирования сделок по слияниям и поглощениям<sup>8</sup>. Сделан акцент на рост прозрачности данного рынка в отношении слияний и поглощений между китайскими и иностранными компаниями</p> <p>В положении 2011 г. указывается на необходимость предварительного исследования вопросов национальной безопасности, касающихся приобретения компаний ВПК, их сервисных компаний, компаний по производству основных продуктов питания, компаний, связанных с добычей и использованием энергоресурсов, инфраструктурой, системой транспорта, ключевых технологий, производства оборудования<sup>9</sup>. Усиливается взаимодействие между регуляторами</p>
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<sup>1</sup> Circular of the Ministry of Commerce on further simplifying and regulating the administrative licensing of foreign investment, Shang Zi Han (2008) No 21, 26 August 2008, effective from date of promulgation / MOFCOM. [www.fdi.gov.cn](http://www.fdi.gov.cn).

<sup>2</sup> Продолжение тенденции 2004 г., когда на местный уровень были переданы полномочия по одобрению таких проектов в размере до 100 млн долл.

<sup>3</sup> Имеются в виду территориальные органы Министерства торговли Китая, при этом сохраняется разрешительный порядок участия центрального аппарата Министерства торговли Китая в одобрении решений его территориальных органов.

<sup>4</sup> Circular of the National Development and Reform Commission on the further enhancement and regulation of the administration of foreign investment projects, Fa Gai Wai Zi (2008), No.1773, 8 July 2008 / MOFCOM [www.fdi.gov.cn](http://www.fdi.gov.cn).

<sup>5</sup> Circular of the Ministry of Commerce on further improving examination and approval of foreign investment / Shang Zi Han (2009) No 7, 5 March 2009 / MOFCOM. [www.fdi.gov.cn](http://www.fdi.gov.cn).

<sup>6</sup> Decision of the State Council on the fifth batch of items subject to administrative examination and approval at the management level to be cancelled or delegated to lower levels, Guo Fa (2010) No. 21, 4 July 2010 / MOFCOM web site [www.fdi.gov.cn](http://www.fdi.gov.cn).

<sup>7</sup> Circular of the Ministry of Commerce on issues concerning foreign investment administration / Shang Zi Han. 2011. No. 72.

<sup>8</sup> Иностранные слияния и приобретения китайских компаний, в результате которых китайские компании преобразуются в компании с иностранным капиталом.

<sup>9</sup> Notice of the General Office of the State Council on initiating a security review system for foreign investors seeking to acquire Chinese enterprises, Guo Ban Fa (2011) No 6, 2011 / unofficial translation by Squires, Sanders & Dempsey retrieved from <http://www.ssd.com>.

### Стимулирующие механизмы и механизмы поддержки зарубежных инвестиций китайских инвесторов

Активная инвестиционная дипломатия <sup>1</sup>	Правительство КНР вводит механизмы политической поддержки крупных китайских компаний в вопросах слияний и поглощений с зарубежными компаниями, в лице Департамента зарубежных инвестиций и экономического сотрудничества Министерства торговли развивает долгосрочное экономическое сотрудничество с другими странами, с учетом инициатив региональных органов власти <sup>2</sup>
Упрощение процедур получения разрешения на приобретение зарубежных активов	В марте 2011 г. повышен порог для проверки и одобрения крупных инвестиционных проектов в области природных ресурсов с 30 млн до 300 млн долл. Для других проектов — с 10 млн до 100 млн долл. <sup>3</sup> SOE проходят такую проверку в уведомительном порядке.
Усиление макроэкономического надзора вместо контроля масштабов и направлений инвестирования	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Мониторинг качества и количества зарубежных инвестиций, статистический анализ, пересмотр стандартов и требований к компаниям (задачи Департамента договорных отношений и права, Department of Treaty and Law).</li> <li>2. Прогноз рисков и разработка программы действий по устранению последствий от их реализации Правительством в каждой стране, потенциально интересной для китайских компаний с позиций возможностей расширения бизнеса и соответствия заданным целям инвестиционной политики<sup>4</sup></li> </ol>
Инструменты прямой государственной поддержки, в том числе с привлечением уполномоченных финансовых институтов <sup>5</sup>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Подготовительные работы по сопровождению китайских компаний в вопросах международного законодательства. Банк развития Китая (China Development Bank, CDB) уполномочен на исследование инвестиционного климата в зарубежных странах в области проектов по освоению природных ресурсов. В 2010 г. имел 140 исследовательских групп по всему миру. В задачи входит поиск территорий с перспективными рынками, участие в международных проектах.</li> <li>2. Финансовая инициатива Правительства КНР по обеспечению отобранным для участия в зарубежных проектах компаниям доступа к льготным кредитам по ставкам ниже рыночных, возможность прямого участия в софинансировании инвестиций со стороны государства, предоставление субсидий из бюджета (реализуется с привлечением Китайского экспортно-импортного банка (China Export and Import Bank, Eximbank), Банка развития Китая (China Development Bank, CDB).</li> </ol>

	<p>3. Поддержка государством финансовых институтов, оказывающих содействие китайским компаниям в приобретении зарубежных компаний и реализации новых проектов. Промышленный и коммерческий банк Китая (Industrial and Commercial Bank of China, ICBC) в 2011 г. имел 220 дочерних обществ в 29 странах, он оказывает финансовую поддержку китайским компаниям, осуществляющим инвестиции в этих странах.</p> <p>4. Развитие системы страхования рисков китайских инвесторов за рубежом. Китайская экспортно-кредитная страховая корпорация осуществляет страхование экономических потерь инвесторов от военных действий на территории другой страны, от запретов на использование в обращении иностранной валюты, реквизиций и одностороннего разрыва контрактов</p>
Согласование инвестиционной политики на центральном и местном уровнях <sup>6</sup>	<p>1. Обеспечение большей прозрачности, устранение проблем со сбором данных, их подготовка и публикация на специализированном интернет-ресурсе.</p> <p>Провинции Китая отличаются самостоятельными инвестиционными политиками (налоговые льготы, улучшение инвестиционного климата). В результате от провинции к провинции различается география зарубежных инвестиций, их структура. Общие: стремление к кооперации инвесторов для участия в крупных инвестиционных проектах за рубежом, направленность на импорт технологий.</p> <p>Сложился разный доступ на зарубежные рынки для SOE и частных компаний. SOE — лидеры по осуществлению зарубежных инвестиций, занимают основную часть листа квалифицированных инвесторов-лидеров</p>

<sup>1</sup> После отказа от проведения ряда сделок по слияниям и поглощениям китайских компаний с крупными зарубежными компаниями (например, сделки CNOOC-UNOCAL Haier-Maytag в июне 2005 г., Huawei-3Com в 2007 г., Chinalco-Rio Tinto в мае 2009 г., Minmetals Resources-Equinox в апреле 2011 г.).

<sup>2</sup> Davies K. China Investment Policy / OECD Working Papers on International Investment 2013/01. P. 40.

<sup>3</sup> Сообщения на интернет-сайте Комиссии по национальному развитию и реформам (National Development and Reform Commission, NDRC). <http://www.chinagoabroad.com/en/article/ndrc-delegates-approval-authority-outbound-investments>.

<sup>4</sup> Davies K. Op. cit. P. 39.

<sup>5</sup> Ibid. P. 40—42.

<sup>6</sup> Ibid. P. 43—45.

<sup>7</sup> Ibid. P. 43—55.

**Реформирование банковской системы (2011—2014 гг.)**

Объекты реформирования	Направления реформ	Целевые ориентиры
1 блок. Крупные универсальные коммерческие банки и специальные банки, реализующие государственную политику	<p>1. Стимулирование перехода в акционерную форму собственности, совершенствование моделей ведения бизнеса в направлении большей устойчивости их работы и эффективности<sup>1</sup>.</p> <p>Прохождение процедур трансформации систем управления в сторону их корпоратизации, расширения и диверсификации источников финансирования, внедрения системы независимого внутреннего контроля и системы управления рисками, расширения линейки банковских продуктов.</p> <p>Крупные банки — Индустриальный и коммерческий банк Китая (Industrial &amp; Commercial Bank of China), Банк Китая (Bank of China) проводят в том числе целенаправленную политику по ускоренному развитию международного направления своего бизнеса, получения статуса международных банков</p>	Повышение результативности и эффективности выполняемых ими функций и задач общегосударственного масштаба, больший вклад в политику сбалансированного развития и поддержания экономического роста
2 блок. Средние и мелкие коммерческие банки	Представлены в акционерной форме собственности. Направление реформирования — стимулирование внедрения инноваций, специализация и углубление диверсификации в выбранном направлении специализации. В области управления — совершенствование корпоративного управления и оптимизация структуры акционерного капитала. Повышение устойчивости банков в данном сегменте путем выявления банков с высокой долей рискованных кредитов, их последующей реструктуризации или закрытием	Рост показателей, отражающих основные результаты деятельности коммерческого банка, в том числе прирост клиентской базы, объема привлеченных депозитов, улучшение показателей оценки кредитного, операционного и системного риска их работы
3 блок. Средние и мелкие сельские финансовые институты	Центральное направление реформ — трансформация сельских кооперативных банков и сельских кредитных кооперативов в сельские коммерческие банки с соответствующим изменением организа-	

Объекты реформирования	Направления реформ	Целевые ориентиры
	ционной структуры, системы управления и внутреннего контроля, модели ведения бизнеса, переход на стандарты Базель III	
4 блок. Почтовый сберегательный банк	Переход на акционерную форму собственности в 2012 г., с соответствующей модернизацией системы управления и модели ведения бизнеса, внедрением системы внутреннего контроля	
5 блок. Небанковские финансовые институты	<p>Финансовые компании корпоративных групп — усиление стратегической направленности на обслуживание корпоративных групп, специализации на централизованном управлении активами, риск-менеджменте и оказании финансовых услуг.</p> <p>Финансовые лизинговые компании — усиление стратегической направленности на развитие как операционного, так и финансового лизинга.</p> <p>Автофинансовые компании, потребительские финансовые компании, брокерские компании денежного рынка — расширение продуктовой линейки</p>	Улучшение показателей финансовой устойчивости, рост объемов операций
6 блок. Компании по управлению банковскими активами	Развитие корпоративного управления, оптимизация структуры акционерного капитала	

<sup>1</sup> В настоящее время все крупные коммерческие банки переведены в акционерную форму собственности с соответствующим изменением модели ведения бизнеса. Последний банк — Сельскохозяйственный банк Китая (Agricultural Bank of China) — был акционирован в 2009 г., прошел процедуру листинга в 2010 г.

Источники: Годовой отчет за 2012 г. Комиссии по регулированию банковской системы (China Banking Regulatory Commission (CBRC) Annual report, 2012). <http://www.cbrc.gov.cn/showannual.do>.



**Основные показатели денежно-кредитного рынка Китая  
в 1978—2012 гг.**

Год	M1, % от ВВП (Money, M1)	M2, % от ВВП (Money and quasi money, M2)	ИПЦ (2005 = 100) (Consumer price index)	Годовой уровень ин- фляции, % (Inflation, consumer prices)	Внутренние кредиты, предостав- ленные фи- нансовым сектором, % от ВВП (Domestic credit provided by financial sector)*	Внутренние кредиты ча- стному сек- тору, % от ВВП (Domestic credit to private sector)**
1978	15,92	24,41	X	X	38,22	50,75
1979	22,68	32,68	X	X	48,76	50,20
1980	25,27	36,76	X	X	53,29	53,11
1981	27,50	40,43	X	X	56,01	56,52
1982	27,96	42,56	X	X	57,23	57,34
1983	29,33	45,50	X	X	57,64	57,54
1984	33,98	49,92	X	X	62,63	61,31
1985	33,47	54,07	X	X	65,77	66,80
1986	37,56	61,79	30,11	X	77,29	76,72
1987	37,93	65,99	32,29	7,22	80,51	78,79
1988	36,48	63,83	38,34	18,74	76,69	74,66
1989	34,33	67,05	45,37	18,33	79,44	77,98
1990	37,55	78,65	46,75	3,06	89,40	87,15
1991	41,26	85,39	48,41	3,54	91,94	89,27
1992	43,51	90,36	51,48	6,34	91,00	87,24
1993	43,78	100,98	58,99	14,58	101,18	97,83
1994	40,82	97,35	73,28	24,24	89,43	86,67
1995	37,97	99,92	85,67	16,90	87,70	84,96
1996	38,73	106,91	92,80	8,32	93,32	90,26
1997	44,07	116,33	95,40	2,81	100,72	97,63

Год	M1, % от ВВП (Money, M1)	M2, % от ВВП (Money and quasi money, M2)	ИПЦ (2005 = 100) (Consumer price index)	Годовой уровень инфляции, % (Inflation, consumer prices)	Внутренние кредиты, предоставленные финансовым сектором, % от ВВП (Domestic credit provided by financial sector)*	Внутренние кредиты частному сектору, % от ВВП (Domestic credit to private sector)**
1998	45,84	125,07	94,60	-0,84	113,11	106,18
1999	52,38	134,98	93,27	-1,41	119,33	111,48
2000	54,97	137,04	93,50	0,26	119,67	112,32
2001	56,26	142,64	94,18	0,72	123,00	111,26
2002	58,90	147,06	93,46	-0,77	143,46	118,85
2003	61,93	155,36	94,54	1,16	151,88	127,15
2004	59,93	151,63	98,21	3,88	140,37	120,09
2005	57,81	153,03	100,00	1,82	134,30	113,28
2006	58,26	159,77	101,46	1,46	133,48	110,73
2007	57,39	151,78	106,28	4,75	127,78	107,49
2008	52,93	151,31	112,52	5,86	120,80	103,69
2009	64,96	179,00	111,72	-0,70	145,08	127,19
2010	66,40	180,78	115,43	3,31	146,28	129,92
2011	61,27	180,00	121,67	5,41	145,42	126,96
2012	59,42	187,58	124,90	2,65	155,12	133,70

\* Все кредиты различным секторам экономики, за исключением кредитов центральному правительству.

\*\* Включают финансовые ресурсы, предоставленные частному сектору финансовыми компаниями посредством кредитов, приобретения долговых инструментов, торговых кредитов и др.

Источник: На основании базы данных World Bank Database по состоянию на апрель 2014 г.

**Расширение доступа иностранных участников на китайский рынок с 2002 по 2012 г.**

	QFII Rules 2002 г.	QFII Rules 2012 г.
Квалификационные требования: расширен перечень институтов, смягчены требования по опыту работы и требования к капиталу	<p>Статья 7</p> <p>Управляющие компании — минимум 5 лет деятельности, не менее 10 млрд долл. активов в управлении в последнем финансовом году; страховые компании и компании по ценным бумагам — минимум 30 лет работы, не менее 1 млрд долл. — оплаченный собственный капитал, не менее 10 млрд долл. активов в управлении в последнем финансовом году;</p> <p>Коммерческие банки — входящие в первые 100 мировых банков по размеру активов, не менее 10 млрд долл. активов в управлении в последнем финансовом году</p>	<p>Статья 1</p> <p>Управляющие компании, страховые компании, другие институциональные инвесторы — минимум 2 года работы, не менее 500 млн долл. активов в управлении в последнем финансовом году;</p> <p>Компании по ценным бумагам — минимум 5 лет работы, чистые активы — не менее 500 млн долл., не менее 5 млрд долл. активов в управлении в последнем финансовом году;</p> <p>Коммерческие банки — минимум 10 лет работы, не менее 10 млрд долл., капитал первого уровня — не менее 300 млн долл., не менее 5 млрд долл. активов в управлении в последнем финансовом году</p>
Доступные объекты инвестирования: перечень расширяется	<p>Статья 18</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Акции, включенные в котировальные списки китайских бирж (за исключением акций типа «B»);</li> <li>2. Государственные ценные бумаги, включенные в котировальные списки китайских бирж;</li> <li>3. Конвертируемые облигации и корпоративные облигации, включенные в котировальные списки китайских бирж;</li> <li>4. Другие финансовые инструменты, одобренные CSRC.</li> </ol>	<p>Статья 8</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Акции, облигации и варранты, операции с которыми совершаются на фондовых биржах;</li> <li>2. Инструменты с фиксированной доходностью, торгуемые на межбанковском рынке;</li> <li>3. Инвестиционные фонды по ценным бумагам;</li> <li>4. Фьючерсы на биржевые индексы акций;</li> <li>5. Другие финансовые инструменты, одобренные CSRC</li> </ol>

	QFII Rules 2002 г.	QFII Rules 2012 г.
Лимит на владение акциями китайских компаний	<p>Статья 20</p> <p>1. Доля акций каждого QFII в одной листинговой компании не может превышать 10% общего количества обращаемых акций компании;</p> <p>2. Общая доля акций одной компании, находящихся во владении всех QFII, не может превышать 20% обращаемых акций компании</p>	<p>Статья 9</p> <p>1. Один инвестор, владеющий акциями листинговой компании через QFII, не может превышать квоту в 10% от общего количества выпущенных акций;</p> <p>2. Общая доля всех акций типа «А» одной компании, находящихся во владении иностранных инвесторов, в целом не может быть более 30% от общего количества акций, прошедших процедуру листинга</p>

Источники: Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors» (Nov. 5, 2002). [http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content\\_2109112.htm](http://german.china.org.cn/business/documents/txt/2004-04/08/content_2109112.htm);

Provisions on Issues Concerning the Implementation of the Administrative Measures for Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors» (2012) (QFII Implementation Rules 2012). [www.csrc.gov.cn/.../W020121105540101400027.doc](http://www.csrc.gov.cn/.../W020121105540101400027.doc).

Научное издание

**ФИНАНСОВЫЕ СТРАТЕГИИ МОДЕРНИЗАЦИИ  
ЭКОНОМИКИ: МИРОВАЯ ПРАКТИКА**

Под редакцией  
*Миркина Якова Моисеевича*

Издание не подлежит маркировке  
в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1 ФЗ № 436-ФЗ

Подписано в печать 02.12.2014. Формат 60 × 90<sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Печать офсетная. Гарнитура «Ньютон».  
Усл. печ. л. 31,0. Тираж 1000 экз. (1—300 экз.). Заказ

ООО «Издательство «Магистр».  
101000, Москва, Колпачный пер., 9А.  
Тел.: (495) 621-62-95.  
e-mail: magistr-book@mail.ru