

**Институт экономической политики
имени Е.Т. Гайдара**

Научные труды № 171Р

Данилов Юрий Алексеевич

**Опыт реформ финансовых рынков
в странах – конкурентах России
на глобальном рынке капитала**

Издательство
Института Гайдара
Москва / 2016

УДК 336.76.021.8(1-87)
ББК 65.264(0)-183

Д18 Данилов, Юрий Алексеевич

Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала / Данилов Ю.А. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016. – 164 с.: ил. – (Научные труды / Ин-т экономической политики им. Е.Т. Гайдара; № 171Р). – ISBN 978-5-93255-476-0.

В работе анализируется опыт успешных реформ финансовых рынков в странах, являющихся конкурентами России на мировом финансовом рынке. Исследуются основные направления данных реформ, оцениваются их результаты. Факторы успеха программ развития финансового рынка или формирования международного финансового центра сопоставляются с российскими условиями реализации аналогичных стратегий.

Yu. Danilov

The experience of financial markets reforms in the countries – competitors of Russia in the global capital market

The paper examines the experience of successful reforms of the financial markets in countries that are rivals Russia in the global financial market. We study the main directions of these reforms, the results are evaluated. Success factors of the financial market development programs (or the formation of an international financial center programs) compared to Russian conditions to implement similar strategies.

JEL Classification: F02, F21, F30, G15, G20

УДК 336.76.021.8(1-87)
ББК 65.264(0)-183

ISBN 978-5-93255-476-0

© Институт Гайдара, 2016

Содержание

Введение	5
1. Основные сведения о зарубежных программах повышения конкурентоспособности и создания МФЦ	11
2. Оценка успешности реформ финансового сектора	15
2.1. Оценка по индексам/рейтингам	15
2.2. Оценка по доле стран в мировой финансовой системе	17
3. Германия (ФРГ): Программа Finanzplatz 1992 г.	23
4. Серия реформ регулирования финансового сектора Гонконга ...	29
4.1. Первая серия реформ – до 2000 г.	29
4.2. Основные направления реформ 2000-х годов	30
4.2.1. Реформа торговой инфраструктуры	30
4.2.2. Углубление политики «открытой экономики» и укрепление связи с экономикой и финансовым рынком КНР	32
4.2.3. Защита интересов инвесторов	35
4.2.4. Обеспечение адекватности финансовой отчетности	37
4.2.5. Стимулирование притока средств в инвестиционные фонды и развития индустрии управления активами	38
4.2.6. Обеспечение стабильности национального рынка, снижение транзакционных издержек	41
4.2.7. Поддержание эффективности регулирования	42
4.3. Количественные характеристики результатов реформ	48
5. Последовательная цепь реформ финансового рынка Китая	50
5.1. Первая реформа финансового рынка 1993–1998 гг.	50
5.2. Реформа финансового рынка Китая в 2002–2006 гг.	59
5.2.1. Реформа банковского сектора	60
5.2.2. Цели и основные направления реформ на рынке капитала 2002–2006 гг.	64
5.2.3. Реформа системы владения акциями	65
5.2.4. Реформа не обращающихся на рынке акций	66
5.2.5. Новое корпоративное законодательство, повышение прозрачности, реформа листинга и правил биржевой торговли	67
5.2.6. Новые стандарты финансовой отчетности	70
5.2.7. Создание Фонда защиты инвесторов и другие мероприятия по защите интересов розничных инвесторов	70
5.2.8. Реформа IPO (развитие первичного рынка акций)	74
5.2.9. Реструктуризация индустрии рынка ценных бумаг	80

5.2.10. Применение политики чередования стимулирования и дестимулирования	82
5.2.11. Результаты реформ 2002–2006 гг. и оставшиеся нерешенными проблемы	83
5.3. Дальнейшее совершенствование китайского финансового рынка после кризиса 2008 г.	85
5.3.1. Цели, задачи и основные направления совершенствования китайского финансового рынка в 2008–2015 гг.	85
5.3.2. Развитие внутренних институциональных инвесторов	87
5.3.3. Расширение доступа иностранных инвесторов	89
5.3.4. Повышение доступности финансового рынка для мелких и средних предприятий	90
5.3.5. Продолжение совершенствования процедур IPO	93
5.3.6. Совершенствование механизмов защиты инвесторов	95
5.3.7. Реформирование и развитие банковской системы	95
5.3.8. Обеспечение полноты рынка	98
5.4. Количественные характеристики результатов реформ	101
5.5. Краткие выводы из анализа реформ китайского финансового рынка	103
6. Реформы финансового рынка Южной Кореи	107
6.1. Регулирование и основные вехи развития финансового рынка Южной Кореи в период с 1962 по 1997 г.	108
6.2. Азиатский финансовый кризис и меры по выходу из него	111
6.3. Реформирование финансового рынка в 2000-х годах	113
6.4. Количественные характеристики результатов реформ	118
7. Индия. Программа «Сто малых шагов» (2009 г.) и предшествующие реформы	121
7.1. Экономические реформы в Индии до 2009 г.	121
7.2. Основные положения программы реформ 2009 г.	129
7.3. Количественные и качественные характеристики результатов реформ	136
Заключение. Возможность использования в России опыта финансовых реформ в странах-конкурентах	141
Литература	156

Введение

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

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

Формирование финансовых центров различной иерархии – характерная черта современного развития мировой финансовой системы. Уровень ее глобализации обуславливает международный характер ресурсов и операций в таких центрах, вследствие чего современные финансовые центры все чаще называются международными финансовыми центрами (МФЦ).

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

Первое определение МФЦ в российской экономической литературе было предложено исходя из его основных признаков¹:

- 1) концентрация капитала (концентрация предложения инвестиционных ресурсов или спроса на финансовые инструменты) с существенной долей иностранного капитала;
- 2) концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг) с существенной долей услуг, предоставляемых посредниками, действующими на глобальном рынке, эффективная инфраструктура;

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 186.

- 3) концентрация инструментов (концентрация спроса на инвестиционные ресурсы или предложения финансовых инструментов) с существенной долей инструментов, предлагаемых иностранными институтами.

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

Названные признаки (в расширенном варианте) были использованы при определении понятия «международный финансовый центр» в Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации, а также в ряде научных работ.

В Институте Гайдара были систематизированы существующие в иностранной литературе определения международного финансового центра¹:

- действующий международный рыночный механизм, который служит средством управления мировыми финансовыми потоками;
- центр сосредоточения банков и специализированных кредитно-финансовых институтов, осуществляющих международные валютные, кредитные и финансовые операции, сделки с ценными бумагами, с золотом;
- общие условия, наличие которых позволяет позиционировать город в качестве крупного участника на международных финансовых рынках для совершения международных сделок с активами;
- пространство, где финансовые институты различной юрисдикции сходятся для осуществления финансового посредничества международного масштаба;
- инновационная система добавленной стоимости, расположенная в различных территориально-структурированных центрах, где действуют институциональные соглашения финансовой системы (на примере Швейцарского финансового центра, объединяющего такие города, как Женева, Лугано и Цюрих);

¹ Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010. С. 7–8.

- синоним понятия «офшорный финансовый центр», который характеризуется минимальным вмешательством или полным невмешательством государства в правовую и финансовую деятельность бизнеса.

Следует отметить, что данные определения в основном связаны с представлением о финансовом центре, ассоциируемом с отдельным городом (городами). Данный подход закреплён в методике разработки и присвоения рейтингов финансовым центрам, используемой Z/Yen Group Limited.

Однако существует и иной подход, при котором понятие МФЦ ассоциируется в большей мере с национальным финансовым рынком и лишь в определенных аспектах – с городом (городами), в котором (в которых) расположены офисы компаний и основная инфраструктура финансового рынка. На наш взгляд, он более оправдан, так как внутренне присущие финансовому центру признаки конструируются в большинстве своем на национальном уровне. Законодательство и правоприменение, налоговый режим, макроэкономическая политика и открытость экономики и финансового рынка, структура сбережений населения, качество банковской системы, устойчивость национальной валюты и др. – все это относится к национальному уровню. В уже цитированной работе Института Гайдара в числе 18 предложенных основных условий формирования МФЦ (факторов успешности) используются, на наш взгляд, 11 факторов, относящихся исключительно к характеристикам национального уровня, 3 фактора, являющихся характеристиками города, и 4 фактора, в которых общенациональные характеристики привязаны к тому или иному городу из-за наличия в них географической составляющей¹.

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

Предложенное выше определение МФЦ как центра концентрации инвестиционного спроса, инвестиционного предложения и финансовых посредников естественным образом отсылает к целому классу теорий (включая теорию кластеров), в рамках которых закономерности формирования того или иного центра описываются в терминах гравитационных моделей. В ходе формирования МФЦ в соответствии с гравитационной моделью они притягивают капиталы из стран, не обладающих такими центрами, что ведет к резкому противопоставлению центров и их периферии: первые приобретают капиталы, инструменты и посредников, а

¹ Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010. С. 10–26.

вторые их теряют. Эмитенты, инвесторы и посредники получают вполне ощутимые преимущества от работы в рамках МФЦ, что предопределяет их отток из стран, национальные рынки которых неконкурентоспособны по сравнению с МФЦ.

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

Такая тенденция может привести к тому, что в долгосрочной перспективе развивающихся финансовых рынков в мире не останется вообще. Останутся только развитые, на которые перетекнут операции с финансовыми активами резидентов стран с развивающимися ныне финансовыми рынками. В связи с этим задача трансформации национального финансового рынка в конкурентоспособный развитый рынок, функционирующий в форме МФЦ, – это одновременно и задача выживания национального финансового рынка.

Между тем значимость финансового рынка для социально-экономического развития в современном мире исключительно высока.

Начало теоретической дискуссии о роли финансового сектора в экономическом развитии было положено более 100 лет назад. Йозеф Шумпетер постулировал ведущую роль финансового сектора в экономическом развитии: «Финансовая система стимулирует внедрение инноваций и тем самым определяющим образом влияет на экономический рост в долгосрочной перспективе»¹. Через 40 лет ему возразила Джоан Робинсон: «Развитие финансовых рынков лишь относительно пассивно следует за экономическим развитием»².

Развитию дискуссий о роли финансового рынка в макроэкономических процессах способствовала работа Роберта Лукаса 1988 г., в которой он писал, что взаимосвязь между развитием финансовых рынков и экономическим развитием «болезненно переоценивается» большинством экономистов³.

¹ Schumpeter J.A. A Theory of Economic Development. Cambridge: Harvard University Press, 1911.

² Robinson J. The Rate of Interest and Other Essays. London: Macmillan, 1952.

³ Lucas R. On the Mechanics of Economic Development // Journal of Monetary Economics. 1988. Vol. XXII. P. 3–42.

Данная позиция вызвала бурный рост эмпирических исследований взаимосвязи финансового рынка и макроэкономики, которые дали богатую пищу для теоретических выводов относительно тесноты такой связи, особенностей ее проявления в различных странах и отраслях. Обширные статистические исследования Росса Левайна и Роберта Кинга позволили им сделать вывод о том, что «существует жесткая устойчивая связь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами экономического развития»¹.

Последующие 15 лет стали периодом активной дискуссии о роли финансов в экономическом развитии, которая завершилась признанием в экспертном сообществе ведущей роли финансового сектора в экономическом развитии. Росс Левайн и Эшли Демиргюч-Кунт установили, что, во-первых, финансовое развитие оказывает положительное воздействие на экономическое развитие в различных его измерениях, и, во-вторых, эта связь является причинно-следственной связью, причем причиной в ней служит финансовое развитие: «Существует положительная причинно-следственная связь между развитием финансового сектора и экономическим развитием: экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте»².

Кроме научных исследований, практика подтвердила существенно возросшую роль финансового сектора в экономическом развитии. Кризис 2007–2009 гг. показал, что финансовый сектор не только увеличивает потенциал развития реального сектора, обеспечивая его инвестиционными ресурсами, но и является сильнейшим фактором потенциальной нестабильности (не только экономической, но и социально-политической) в том случае, когда государство не обеспечивает условия для эффективного устойчивого развития финансового сектора. Этот кризис стал первым в мировой истории глобальным финансово-экономическим кризисом, начавшимся не в сфере реального производства, а в финансовом секторе, что еще раз подчеркивает важность обеспечения условий для его эффективного устойчивого развития.

Таким образом, развитие национального финансового рынка критически важно с точки зрения не только обеспечения его глобальной конку-

¹ King R.G., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108. P. 717–738.

² Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth. In: Aghion P., Durlauf S. (ed.) Handbook of Economic Growth. 2005. Ed. 1. Vol. 1. Ch. 12. P. 865–934; Demirgüç-Kunt A., Levine R. Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth. M.: Spence Growth Commission Background Paper. No. 1. Washington, DC.: World Bank, 2008.

рентоспособности, но и позитивной динамики социально-экономического развития и отсутствия угроз для него со стороны рисков, формирующихся на финансовом рынке, в том числе глобальном.

К сожалению, в настоящее время российский финансовый рынок находится в тяжелом положении. Программа формирования МФЦ в России была фактически провалена. Вероятность формирования МФЦ существенно снизилась по сравнению с периодом 8–10-летней давности. Позиции России на мировом финансовом рынке значительно ослабли. Финансовый рынок не оказывает необходимого содействия социально-экономическому развитию страны, играет в российской экономике намного менее значимую роль, чем это возможно.

В этой ситуации критически важно обратиться к анализу зарубежного опыта разработки и реализации программ формирования МФЦ и/или развития национальных финансовых рынков. Следует определить те факторы успеха, которые сработали в ряде стран, являющихся прямыми конкурентами России на мировом финансовом рынке, и не имели желаемого эффекта в России.

В связи с этим крайне актуальным представляется анализ успешных программ прямых конкурентов России на мировом финансовом рынке, направленных на повышение конкурентоспособности своих финансовых рынков. Выявление арсенала мер, потенциально эффективных в современных российских условиях, – задача, которая пока еще не ставилась российскими исследователями, по крайней мере, как комплексная задача.

Настоящая монография является первой попыткой такого рода, основанной на результатах научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 г.

При ее подготовке использовались материалы Е.А. Дустовой (Банк России) и И.А. Вайцель (экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова).

Автор благодарит:

О.В. Буклемишева (экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова) за многочисленные обсуждения вопросов эффективного финансового регулирования и международной конкуренции;

С.М. Дробышевского (Институт Гайдара) за моральную поддержку и организационное содействие в проведении исследовательских работ и издании данной работы;

А.А. Яковлева (Высшая школа экономики) за ценные соображения, высказанные им в отношении социокультурных причин успешности программ реформ финансового сектора в Германии, Китае и Корее.

1. Основные сведения о зарубежных программах повышения конкурентоспособности и создания МФЦ

Программы повышения конкурентоспособности национальных финансовых рынков могут формулироваться как в странах со сложившимися финансовыми центрами, так и в странах, где только ставится задача формирования МФЦ. Во многих странах развитие МФЦ проходит в рамках общего реформирования национального финансового рынка, которое не приобретает форм программ или концепций развития. Позиционируя настоящее исследование как накопление необходимой информации для принятия решений об оптимальных программах развития и повышения эффективности российского финансового рынка, мы должны признать, что для нас наибольший интерес представляет опыт тех стран, которые находились или находятся в условиях, в чем-то сходных с российскими.

Многочисленные исследования всех сложившихся к настоящему времени МФЦ с точки зрения стратегических целей и задач развития позволяют подразделить их на две группы¹:

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

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

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

¹ В 2000 г. Международным валютным фондом была предложена 3-звенная классификация МФЦ, включающая глобальные, региональные и офшорные МФЦ. Однако в ней из 3 региональных МФЦ 2 (Гонконг и Сингапур) были снабжены примечанием с указанием на значимость для них офшорных операций. См.: Offshore Financial Centers. IMF Background Paper. June 23, 2000. Режим доступа: URL: <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm#table1>. До настоящего времени в литературе не сложилось единого определения офшорных финансовых центров, которое бы четко отделяло офшорные финансовые центры от традиционных. Обзор подходов к такому определению приведен в работе: Zoromé A. Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition. IMF Working Paper. WP/07/87. April 2007.

поэтому данная программа повышения глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка достойна пристального внимания, несмотря на то что Германию вряд ли можно считать конкурентом России на глобальном рынке капитала. Мы кратко рассмотрим немецкий опыт в разделе 3. В пользу его рассмотрения говорит также тот факт, что на момент разработки данной программы по ряду показателей емкости секторов финансового рынка Германия уступала даже многим странам с развивающимися финансовыми рынками, а после начала реализации существенно увеличила свою долю на мировом финансовом рынке и стала полноценным развитым финансовым рынком.

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

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

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

Примерами крупных «офшорных» МФЦ являются Сингапур и Дубай (ОАЭ). Казахстан в 2015 г. фактически также принял решение развиваться в рамках модели так называемого «офшорного» МФЦ, но первая

программа (2006 г.) по развитию в Казахстане МФЦ («Региональный финансовый центр Алматы») была ориентирована преимущественно на «традиционный» путь формирования МФЦ (хотя и с существенными элементами «офшорной» модели – например, создание специального агентства).

Гонконг служит примером некоторого промежуточного пути, в основе которого лежит развитие по модели «традиционного» МФЦ, но вместе с тем присутствуют некоторые признаки «офшорного» характера (например, льготный налоговый режим).

С точки зрения комплекса стратегических действий, лежащих в основе формирования МФЦ, можно выделить следующие сложившиеся в мировой практике подходы:

- разработка и реализация специальных государственных программ формирования и/или развития МФЦ (Германия, Дубай, Казахстан, Россия, Индия);
- развитие МФЦ в рамках общего реформирования национального финансового рынка (Великобритания, Сингапур, Гонконг, Китай, Корея);
- формирование МФЦ состоялось вследствие либерализации валютного режима и финансового сектора в целом, а развитие МФЦ сопровождается постепенным совершенствованием правовой базы, стабильной в течение десятилетий (США, Швейцария, Япония);
- развитие МФЦ инициировано деятельностью негосударственных структур (например, в Польше такая цель ставится в документах Варшавской фондовой биржи).

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

Из них мы отобрали 5 стран (Германия, Гонконг, Китай, Корея, Индия) для более детального изучения их опыта, при этом выбирая те страны, которые ориентированы на развитие «традиционных» МФЦ. Такое решение связано с тем, что для России, по нашему мнению, возможно

и целесообразно только развитие финансового рынка в сторону «традиционного» МФЦ. В то же время необходимо отметить, что это не отменяет того факта, что отдельные технологии повышения глобальной конкурентоспособности «офшорных» МФЦ также могут оказаться полезными.

Мы не учитывали те страны, в которых аналогичные программы разрабатывали и/или реализовывали негосударственные структуры (как, например, Варшавская биржа в Польше), так как концентрировались именно на государственных усилиях по повышению глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка. При этом не столь важно, формализованы ли эти усилия в программах и стратегиях развития национального финансового рынка, нацеленных на повышение его глобальной конкурентоспособности и/или формирование МФЦ, либо они исторически сложились в рамках последовательных реформ национального финансового рынка.

В Германии и Индии государственная политика по повышению конкурентоспособности национального финансового рынка формулировалась в виде единой стратегии как единого документа. В остальных странах (Гонконг, Китай, Корея) было бы корректнее говорить не о едином документе, и даже не об одной реформе, а о последовательной череде реформ, нацеленных на постепенное усиление национального финансового рынка. Для сторонних (иностраных) наблюдателей иногда казалось, что существует какая-то одна «ключевая» стратегия, реализацию которой они наблюдают в текущий период времени. Поэтому иногда ими выделялась такая стратегия, которой приписывались свойства «сквозной стратегии» (например, так называемые «девять рекомендаций» Китайской коммунистической партии или так называемая реформа корейского финансового рынка 2006 г.). На самом деле такие стратегии были лишь частью последовательных реформ национального финансового рынка, проводимых в течение длительного периода времени.

2. Оценка успешности реформ финансового сектора

Как оценить успешность реформ финансового сектора, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками? На наш взгляд, здесь возможны три подхода:

- 1) оценка посредством индексов, отражающих уровень развития национального финансового рынка и рейтингов международных финансовых центров;
- 2) оценка динамики показателей доли национального финансового рынка в глобальной финансовой системе;
- 3) оценка динамики показателей роли финансового рынка в национальной экономике.

Ни один из подходов не является самодостаточным, поэтому мы применим все три подхода. В данном разделе мы представим результаты сравнения различных стран между собой как по индексам развития (рейтингам МФЦ), так и по динамике их долей в мировом финансовом рынке. Далее, при рассмотрении каждой отдельной страны с развивающимися финансовыми рынками (разделы 4–7) мы будем проводить анализ показателей роли финансового рынка в экономическом развитии страны.

2.1. Оценка по индексам/рейтингам

С ростом глобальной конкуренции между различными национальными финансовыми рынками появились инструменты оценки конкурентоспособности национальных финансовых рынков и/или МФЦ. Рейтинг финансовых центров – относительно новый вид рейтинговых продуктов, возникший одновременно с анонсированием рядом стран цели превращения своего национального финансового рынка в международный финансовый центр. Первым рейтингом такого рода стал Индекс глобальных финансовых центров (Global Financial Centres Index – GFCI), разработанный компанией Z/Yen Group Limited по заказу Лондонского Сити. Впоследствии данный индекс (рейтинг) рассчитывался компанией Z/Yen Group Limited самостоятельно, в 2010–2015 гг. – при спонсорской поддержке The Qatar Financial Centre Authority, а с 2016 г. – China Development Institute. Аналогичные продукты были представлены также Всемирным экономическим форумом (The Financial Development Report, первый доклад был подготовлен по итогам 2008 г., последний – по итогам 2012 г.) и альянсом Xinhua и Dow Jones (International Financial Centers Development Index был презентован в 2010 г., последние оценки были сделаны в 2014 г.).

Для оценки успешности реформ национальных финансовых рынков из этих трех рейтингов мы воспользовались оценками компании Z/Yen Group Limited (Индексом глобальных финансовых центров), так как именно этот индекс:

- имеет наиболее длительный временной диапазон, в течение которого он рассчитывается;
- продолжает рассчитываться в настоящее время без перерывов на полугодовой базе;
- имеет наибольшую корреляцию, по крайней мере, с отдельными показателями доли стран на мировом рынке капитала (показателями доли на мировом рынке акций).

С самого начала расчета данного индекса Гонконг неизменно находится в числе лидеров, что вполне однозначно характеризует реформы, которые были проведены в этом административном районе до 2000-х годов и особенно в начале 2000-х годов как успешные. Начиная с 2009 г. наблюдается резкое повышение рейтингов Сеула и ряда китайских финансовых центров, из которых на *рис. 1* приведены Шанхай и Пекин, что указывает на успешность реформ в Корее и Китае. С 2014 г. наметилось повышение позиции Бомбея, главного финансового центра Индии, что также можно рассматривать как свидетельство первых успехов реформы финансового сектора, начатой в этой стране в 2009 г. (см. *рис. 1*).

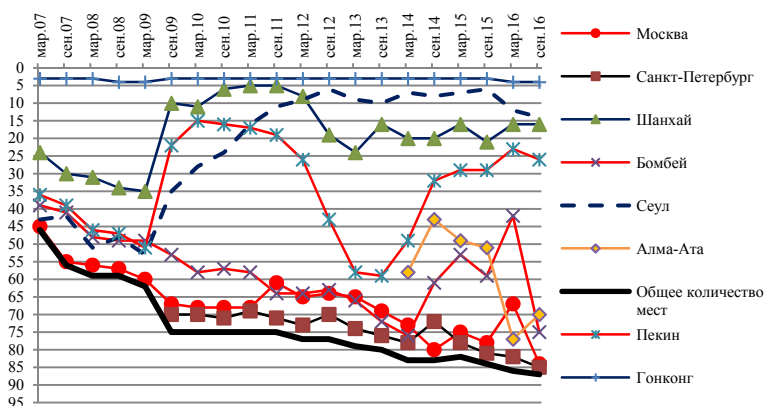


Рис. 1. Места отдельных финансовых центров в рейтинге Индекса глобальных финансовых центров компании Z/Yen Group Limited

Источник: рейтинги The Global Financial Centres Index: от 1-го (The Global Financial Centres Index 1. – City of London, March 2007) до 20-го (The Global Financial Centres Index 20. – Z/Yen Group, September 2016).

На наш взгляд, позиции Москвы и Санкт-Петербурга, устойчиво снижающиеся в течение всего периода их нахождения в списке индекса GFCI, отражают полный провал программы создания международного финансового центра в Российской Федерации и снижение доли России на мировом финансовом рынке по большинству показателей.

2.2. Оценка по доле стран в мировой финансовой системе

Если рассмотренные выше рейтинговые оценки, с точки зрения их разработчиков, являются оценками конкурентоспособности различных МФЦ, то доли стран на мировом финансовом рынке представляют в определенном смысле результирующие показатели глобальной конкуренции национальных финансовых рынков.

По показателю доли стран (национальных финансовых рынков) в мировой капитализации (см. *рис. 2*) с 2007 г. заметен рост долей Китая и Гонконга. Доли Индии и Кореи остаются в целом стабильными, а вот доля России имеет тенденцию к снижению, усилившуюся в последние годы. Из этого можно сделать вывод, что наиболее благоприятно реформы финансовой сферы отразились на рынке акций именно в Китае и Гонконге. На *рис. 2* хорошо видно, что перед кризисом (в 2006 г.) емкость четырех из пяти рассматриваемых рынков акций была примерно одинакова, но к настоящему времени капитализация этих стран изменялась (относительно мировой капитализации) принципиально по-разному.

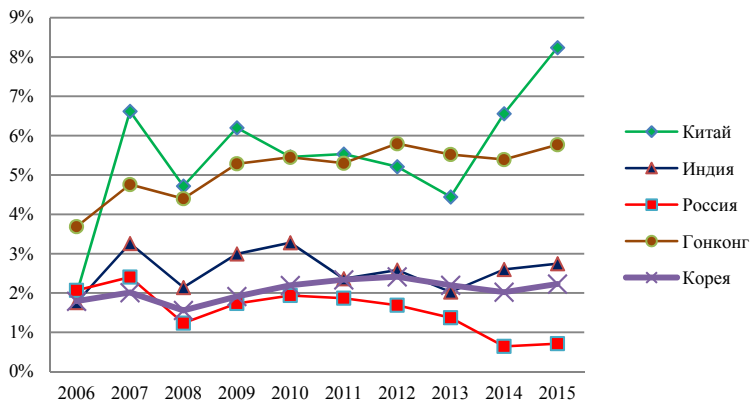


Рис. 2. Доли отдельных стран в мировой капитализации

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges), Лондонской фондовой биржи, Центра развития фондового рынка.

Деятельность государств по развитию национальных рынков акций в Китае и Гонконге дает результат не только и не столько в плане увеличения капитализации, особенно объема торговли акциями (за 2006–2015 гг. доля Китая в совокупном мировом объеме биржевой торговли акциями увеличилась феноменально – с 1,6 до 36,3%, доля Гонконга – с 1,15 до 1,88%), но и в плане увеличения объема инвестиций, привлекаемых на этом сегменте финансового рынка отечественными корпорациями. На *рис. 3* показана динамика объема привлечения инвестиций на первичном рынке акций в Китае и Гонконге. Реформа рынка акций в Гонконге, затрагивающая вопросы совершенствования рынка IPO, началась в 2001–2002 гг., в Китае аналогичные реформы пришлось на 2004–2005 гг. Результат однозначно свидетельствует об их успешности.

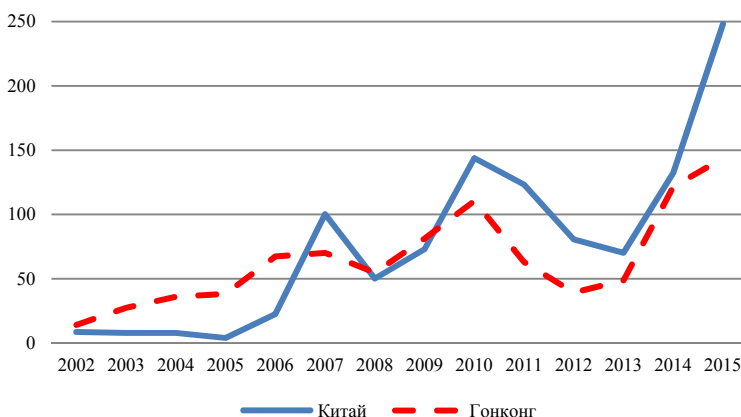


Рис. 3. Объем IPO/SPO в Китае и Гонконге, млрд долл. США

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges).

Однако необходимо сделать оговорку о том, что исключительно большое влияние на рынок акций оказывают макроэкономические показатели, и крайне высокая положительная динамика экономики Китая в начале 2000-х годов привела к росту рыночных оценок китайских и гонконгских корпораций, к повышению интереса мировых инвесторов к этому региону мира в целом и к инвестициям на рынках акций Китая и Гонконга в частности. Но благоприятная макроэкономическая динамика – лишь одно из множества условий опережающего развития национального рынка акций. Успешные реформы финансового сектора как в

Китае, так и в Гонконге стали не менее значимым фактором столь резкого роста доли этих стран, особенно Китая, на мировом рынке акций.

Сочетание экономической динамики и совершенствования условий развития финансовых рынков как факторов роста емкости секторов рынка хорошо заметно на примере развития китайского рынка облигаций. Темп роста этого рынка опережал общемировые темпы роста с начала наблюдений за совокупным объемом стоимости облигаций в обращении благодаря более высоким темпам роста китайской экономики. Но темпы роста рынка облигаций Китая стали еще выше после 2004 г., когда начали проявляться результаты второй волны реформ китайского финансового сектора, в рамках которой особое внимание было уделено развитию рынков облигаций (см. рис. 4).

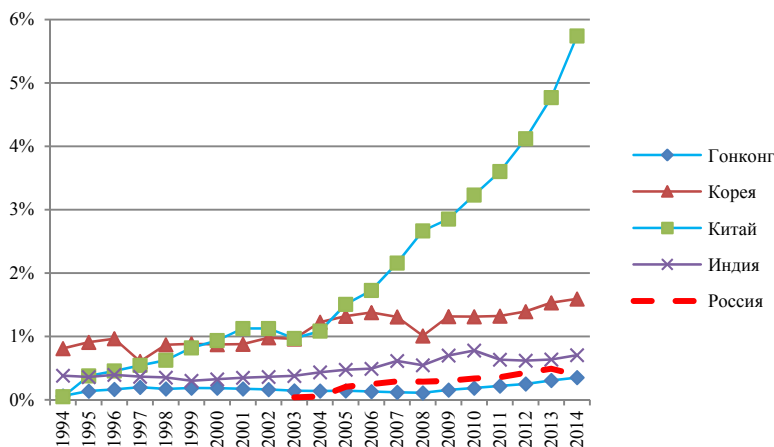


Рис. 4. Доли отдельных стран в мировом объеме стоимости внутренних и международных облигаций в обращении всех типов эмитентов

Источник: рассчитано по данным Банка международных расчетов (BIS).

Анализируя динамику показателей доли стран в мировом объеме стоимости всех облигаций в обращении, можно сделать вывод об успешном воздействии на национальные рынки облигаций также реформ в Корее (после 2001 г.) и Гонконге (после кризиса 2008 г.). Говорить о положительном влиянии реформ в Индии на рынок облигаций в этой стране пока преждевременно.

С точки зрения динамики доли стран (национальных финансовых рынков) в глобальной стоимости чистых активов открытых инвестиционных фондов наиболее заметны позитивное влияние реформ финансового сектора на рынки коллективных инвестиций в Гонконге и Китае (см. рис. 5).

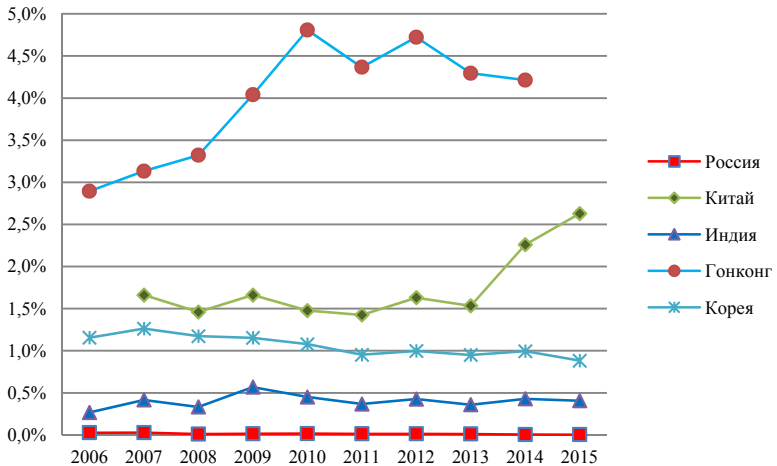


Рис. 5. Доли отдельных стран в мировом объеме стоимости чистых активов взаимных фондов

Источник: рассчитано по данным Института инвестиционных компаний (ICI), Банка России, ФСФР России.

Заметим, что рост доли Гонконга в мировом объеме активов открытых инвестиционных фондов наблюдается как минимум с 2006 г., что стало прямым следствием ориентации властей этого района на развитие в качестве мирового центра управления активами. Заметный рост Китая в мировом объеме активов открытых инвестиционных фондов начался лишь после переноса акцента реформ финансового сектора Китая на активизацию развития коллективных инвестиций. В сфере индустрии инвестиционных фондов показатели доли Индии и особенно Кореи не могут характеризовать реформы их финансового сектора как успешные.

Анализируя показатели доли стран в глобальном страховом рынке (с точки зрения как развития всего страхового рынка, так и развития наиболее значимого для долгосрочных инвестиций сектора страхования

жизни), можно сказать, что они указывают на успешность реформ финансового сектора в Китае, а также Гонконга и Кореи (после преодоления кризиса 2007–2009 гг.) (см. рис. 6 и 7).

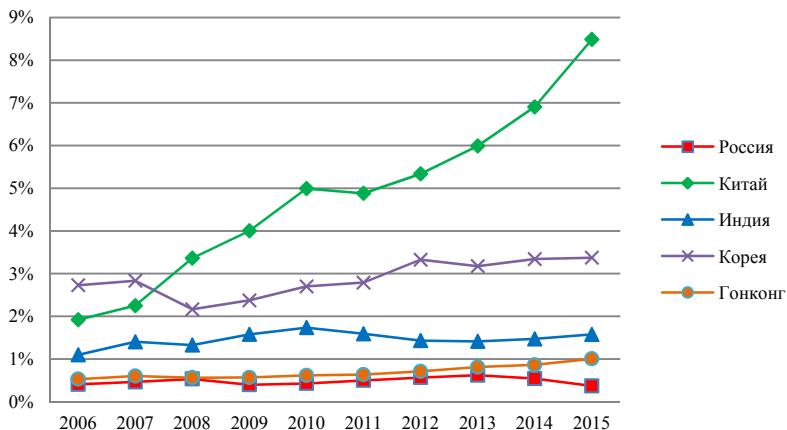


Рис. 6. Доли отдельных стран в мировом объеме страховых премий

Источник: рассчитано по данным SwissRe.

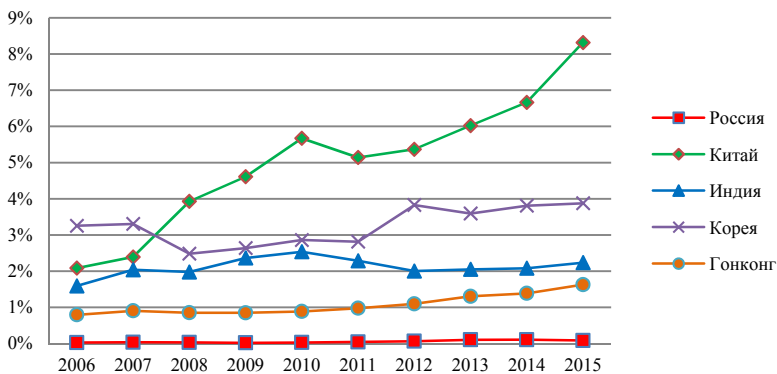


Рис. 7. Доли отдельных стран в мировом объеме премий страхования жизни

Источник: рассчитано по данным SwissRe.

В целом показатели динамики доли стран в мировом финансовом рынке однозначно говорят о позитивных изменениях на финансовых рынках Гонконга и Китая, важнейшими факторами которых, по нашему мнению, стали проведенные в этих странах реформы финансового сектора. Поэтому далее мы наиболее подробно рассмотрим реформы именно в этих двух странах (разделы 4 и 5). Динамика показателей доли Кореи в мировом финансовом рынке свидетельствует об укреплении конкурентных позиций этой страны на мировом финансовом рынке по отдельным сегментам финансового рынка. Реформа финансового сектора Кореи будет проанализирована в разделе 6. Динамика показателей доли Индии в мировом финансовом рынке позволяет отметить лишь отдельные успехи этой страны в конкурентной борьбе на глобальном финансовом рынке, и говорить об успехе реформ финансового рынка этой страны пока рано. Тем не менее, как представляется, индийская программа реформ «100 малых шагов» очень интересна сама по себе, и она будет рассмотрена в разделе 7.

3. Германия (ФРГ): Программа Finanzplatz 1992 г.

В 1992 г. в Германии впервые в мире в едином документе была сформулирована программа повышения конкурентоспособности национального финансового рынка – Finanzplatz Deutschland – Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen («Финансовый рынок Германии – рамочные условия и новейшее развитие»), далее по тексту – Программа Finanzplatz)¹.

На момент принятия Программы Finanzplatz небанковский финансовый рынок Германии – экономически и социально-политически развитой страны – явно отставал в развитии. Фактически он отвечал признакам развивающегося финансового рынка, при этом даже уступая по большинству показателей ряду стран с развивающимися финансовыми рынками. Так, соотношение капитализации и ВВП в Германии в 1992 г. составляло 16,8%, в то время как аналогичное соотношение в том же году в Индии составляло 22,2%, в Корее – 32,4, в Мексике – 38,2, в Саудовской Аравии – 40,3, в Израиле – 45,0, в Таиланде – 52,3, в Сингапуре – 99,5, в Гонконге – 195%.

В Программе Finanzplatz были определены следующие тенденции развития мирового финансового рынка, предшествующие моменту ее разработки:

- инновационность;
- секьюритизация;
- глобализация;
- компьютеризация;
- либерализация и дерегулирование.

Эти тенденции развития мирового финансового рынка стали внешними условиями для разработки концепции развития национального финансового рынка в Германии, а также внутренними характеристиками финансового рынка, на которые было решено ориентироваться для того, чтобы обеспечить конкурентоспособность финансового рынка Германии в новом финансовом мире.

Дополнительным импульсом для Германии к повышению конкурентоспособности собственного финансового рынка стало создание в 1992–1993 гг. единого европейского внутреннего рынка, валютного и экономического союзов. В отличие от других стран, ФРГ задолго до интернацио-

¹ Finanzplatz Deutschland – Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen. März 1992.

нализации финансовых рынков обеспечила свободную конвертацию валюты и абсолютную свободу движения капитала. Для дальнейшего повышения конкурентоспособности национального финансового рынка его нужно было перестроить под изменяющиеся внешние условия и создать эффективный механизм надзора.

Основные тезисы Программы Finanzplatz:

- 1) разрешение осуществления займов иностранных корпораций и государств в национальной валюте (немецких марках) как сигнал к открытию рынка;
- 2) необходимость совершенствования краткосрочных финансовых инструментов, применяемых в рамках денежно-кредитной политики;
- 3) инновационная политика выпуска и размещения ценных бумаг, повышающая гибкость регулирования первичного рынка (разрешение иностранным банкам входить в консорциумы андеррайтеров, введение электронных систем на первичном рынке, разрешение номинировать эмиссионные ценные бумаги не только в национальной валюте, но и в ЭКЮ и т.д.);
- 4) трансформация и модернизация биржевых рынков (либерализация, компьютеризация, формирование единой национальной торговой системы с участием всех региональных бирж, повышение доли срочного рынка и т.д.).

После того как в 70-х годах XX в. национальная валюта ФРГ приобрела статус резервной валюты, в 80-е годы наблюдалось увеличение интеграции немецкого финансового рынка в международный рынок. Была упрощена процедура получения разрешения на эмиссию облигаций сроком до одного года. За счет этого выросло количество иностранных займов в немецкой национальной валюте. Одновременно были приняты меры по изменению структуры инвесторов на внутреннем долговом рынке. Введение так называемых налогов на купоны (Kuponsteuer), которые представляли собой налог на доходы от процентов иностранных инвесторов, сократило разрыв между налоговыми режимами для иностранных и внутренних инвесторов.

С упразднением разрешения на эмиссию и отменой налога на биржевой оборот с 1 января 1991 г. началась активная секьюритизация инструментов краткосрочного финансирования предприятий. В результате этого рынок коммерческих бумаг достиг значительного объема.

Разрешение иностранным банкам на территории ФРГ создавать консорциумы по размещению иностранных займов в совокупности с программой интернационализации немецких рынков капитала привело к укреплению конкурентоспособности финансового центра Германии.

Была отменена квота в 20% на участие иностранных банков в первичных аукционах.

Важная роль в интернационализации финансового рынка Германии отводилась развитию рынка государственных ценных бумаг, до того относительно низколиквидного, на котором основные объемы сделок проходили между ограниченным кругом крупнейших немецких банков, а диверсификация инструментов была низкой.

С введением новых видов казначейских обязательств было достигнуто расширение спектра долговых инструментов государства, удовлетворяющих требованиям национальных и международных инвесторов.

Были серьезно усовершенствованы технологии первичного размещения государственных ценных бумаг. Использование комбинированных консорциумных и аукционных методов размещения увеличило объем спроса на размещаемые ценные бумаги. В дополнение к этому часть выпусков также распределялась через Бундесбанк и 8 немецких фондовых бирж, через которые осуществляется размещение третьей части объема эмиссии.

Активное развитие рынка государственных ценных бумаг способствовало повышению ликвидности всего финансового рынка Германии, в первую очередь за счет прихода иностранных инвесторов. Повышению ликвидности рынка также послужило внедрение объединенной электронной системы торгов IBIS (Integriertes Borsen- handels- und Informationssystem – Интегрированная информационная система биржевых торгов).

Государству и другим федеральным эмитентам было предложено частично отойти от использования немецкой марки в качестве валюты выпуска и номинировать выпускаемые облигации в ЭКЮ.

Для поддержания конкурентоспособности внутренних финансовых рынков было решено провести либерализацию биржевого сектора. Особенно важным стало изменение закона о биржевом деле, в первую очередь – упразднение налога на биржевой оборот (1991 г.), в результате чего увеличилась ликвидность биржевых рынков, а также стала возможна электронная торговля, на основе которой с самого начала стал формироваться рынок срочных сделок, ранее на немецком рынке не слишком развитый. Открытая в 1990 г. немецкая фьючерсная биржа, торговая система которой была полностью компьютеризирована, предложила большую палитру продуктов, что свидетельствовало о расширении полноты рынка Германии. Дальнейшее развитие фьючерсной биржевой торговли дало возможность в перспективе вернуть на национальный рынок сделки, совершавшиеся до активного развития внутреннего фьючерсного рынка за его пределами, например на Лондонской бирже.

Второй этап повышения конкурентоспособности внутреннего биржевого рынка был вызван азиатским финансовым кризисом и интенсификацией процесса транснациональных слияний бирж. С 1998 г. было предпринято множество шагов, чтобы сделать немецкую биржевую площадку более привлекательной. К примеру, была разрешена вторичная торговля государственными облигациями на бирже, продлено время работы биржи.

Существовал консенсус в том, что участие региональных бирж в электронной системе торговли означало бы прорыв для финансового рынка Германии. Но региональные биржи должны были принять национальные стандарты входа (допуска) предприятий на биржу. Что было и сделано. В результате среди предприятий малого и среднего бизнеса стало популярным торговать собственными акциями на бирже, что повысило уровень капитализации бирж и соответственно их конкурентоспособность. Был осуществлен допуск ценных бумаг инвестиционных фондов к торговле на бирже.

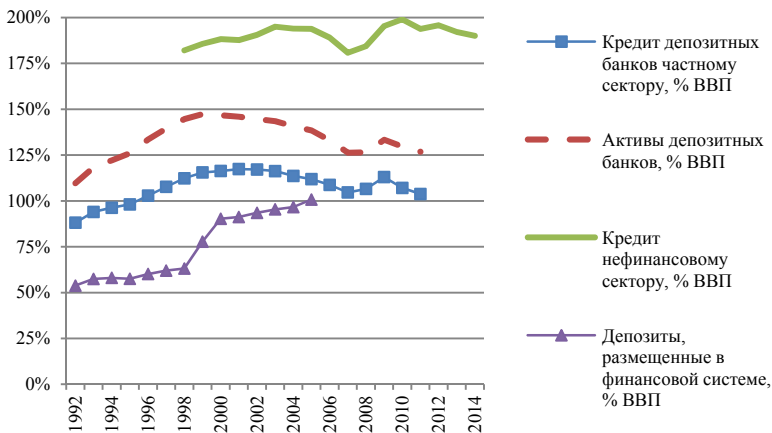
Был реорганизован надзор. В Германии операции кредитных институтов традиционно контролировались в рамках банковского надзора, но рыночные операции на биржах и на внебиржевом рынке не подлежали государственному надзору. Биржи в большей мере соответствовали принципам саморегулируемых организаций. Бундесбанк намеревался контролировать биржевое дело и распространить свой контроль на весь финансовый рынок. По мнению Бундесбанка, это могло бы предотвратить провалы рынка, в результате чего усилилось бы доверие к функционированию финансовых рынков. Однако версия создания мегарегулятора на базе Бундесбанка была далеко не единственным вариантом реорганизации надзора на финансовом рынке Германии, в том числе по причине избыточной концентрации конфликтов интересов. Обсуждалась также альтернатива: создавать надзорный орган на уровне страны или на интернациональном уровне, на уровне межстрановых соглашений Европейского союза. В результате прошедших дискуссий был принят закон о создании федерального органа – Комиссии по ценным бумагам (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BAWe).

Впоследствии система регулирования и надзора на финансовом рынке Германии эволюционировала в интегральную модель регулирования с мегарегулятором вне национального банка. 1 мая 2002 г. произошло слияние BAWe с банковским (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen – BAKred) и страховым (Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen – BAV) регуляторами. В результате был создан федеральный орган финансового надзора (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht – BaFin).

Программа Finanzplatz в период своей реализации привела к целому ряду серьезных позитивных сдвигов. Основными итогами – важнейшими качественными результатами осуществления программы стали:

- 1) снижение операционных издержек;
- 2) либерализация налоговых и правовых условий;
- 3) централизация рынков, ускоренное введение новых технических систем и технологий торгов, развитие срочной торговли;
- 4) повышение прозрачности;
- 5) снижение инвестиционных рисков, в том числе за счет:
 - повышения эффективности пруденциального надзора;
 - борьбы с манипулированием и инсайдом;
 - гармонизации законодательства;
 - расширения возможностей управления инвестиционными рисками, в том числе в результате создания срочных рынков и индустрии коллективных инвестиций.

Реформа финансового сектора Германии способствовала повышению его роли в социально-экономическом развитии Германии (см. *рис. 8*).



Примечание. Депозитные банки (Deposit money banks) – внутренние корпорации, имеющие обязательства в форме депозитов, которые должны выплачиваться по первому требованию и могут обращаться в чеки и иные платежные документы.

Рис. 8. Некоторые показатели глубины финансового сектора Германии

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD, Financial Structure Dataset) и базы данных Банка международных расчетов.

С началом реализации реформы доля Германии в мировой капитализации росла вплоть до 1999 г., несмотря на общемировую тенденцию к снижению доли развитых рынков. Возникла индустрия инвестиционных фондов, ранее фактически отсутствовавшая. Франкфурт стал одним из крупнейших мировых центров международных финансов, на немецкие биржи пришли многочисленные иностранные реципиенты инвестиций и глобальные инвесторы. Интенсивный рост показателей глубины финансового сектора Германии, ставший непосредственным следствием его реформы, продолжался вплоть до 2000-х годов.

Кроме положительного влияния на развитие финансового рынка Германии, Программа Finanzplatz стала образцом для последующих программ повышения конкурентоспособности национальных финансовых рынков в других странах. Проанализировав саму программу и опыт ее реализации, можно указать ряд критически важных точек, работа в которых позволила достичь значительных результатов: стимулирование прихода иностранных инвесторов; развитие и углубление рынка государственных ценных бумаг; расширение спектра финансовых инструментов и соответственно обеспечение полноты рынка; реорганизация надзора на финансовом рынке; повышение ликвидности финансовых рынков; либерализация и модернизация биржевого сегмента; создание секторов, операции которых с национальными активами проходят на иностранных рынках. Все эти области так или иначе стали объектом в последующих программах для совершенствования и повышения конкурентоспособности финансового сектора в других странах.

4. Серия реформ регулирования финансового сектора Гонконга

4.1. Первая серия реформ – до 2000 г.

Начальный импульс серии реформ финансового сектора Гонконга был дан «черным вторником» 20 октября 1987 г. на американском фондовом рынке, результатом которого стала приостановка торгов на Гонконгской фондовой бирже с последующим после открытия падением индекса Hang Seng на 33%. Это сокрушительное падение вызвало необходимость коренного реформирования финансового рынка Гонконга. Рекомендации по его преобразованию нашли воплощение в докладе Дэвидсона¹. Важнейшие из этих рекомендаций – создание специального независимого финансового регулятора (Securities and Futures Commission) и акционирование расчетной палаты Гонконгской биржи – были реализованы в 1989 г.

Законодательные реформы 1990 г. ввели требование о том, что кредитные организации, привлекавшие депозиты, должны были получать ограниченную банковскую лицензию. Это привело к четкой структуризации банковской системы Гонконга с разделением рисков различной природы, к определенному усилению надзора над банками. Случившийся в 1991 г. крах крупного банка ВССИ стимулировал создание в Гонконге (путем слияния Офиса банковских комиссаров и Валютного офиса) независимого Центрального банка (Hong Kong Monetary Authority – НКМА), который наряду с функциями собственно центрального банка стал выполнять функции банковского регулятора.

В 1992 г. был создан регулятор страхового рынка – Office of Commission of Insurance (OCI). В 1998 г. был учрежден надзорный орган в сфере пенсионного обеспечения и инвестиционных фондов (Mandatory Provident Fund Schemes Authority – MPFA).

В 1990 г. был принят так называемый основной закон Гонконга (the Basic Law), введенный в действие 1 июля 1997 г. и направленный на постоянное поддержание и развитие города как международного финансового центра. Данный закон заложил основы монетарной и финансовой

¹ Securities and Futures Commission. Establishment of Securities and Futures Commission – Davidson Report. 28 May 1988. Режим доступа: URL: <http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/aboutsfc/background/chapter2.pdf>

политики, движения капитала, определил роль Валютного совета, который тоже контролируется правительством Гонконга¹.

Были приняты также другие постановления (Ordinances), которые в условиях специального административного региона Гонконг имели статус законов и создавали правовую базу для функционирования финансового рынка. Данные нормативные акты опирались на английские законодательные традиции, что обеспечило высокий уровень защиты прав собственности и высокую эффективность судебной системы Гонконга.

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

4.2. Основные направления реформ 2000-х годов

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

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

4.2.1. Реформа торговой инфраструктуры

Первым шагом в рамках данного направления реформ стало акционирование расчетной палаты Гонконгской биржи в 1989 г., все остальные шаги были реализованы уже в 2000-х годах.

¹ Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010. С. 52.

В 2000 г. гонконгский рынок ценных бумаг претерпел существенные изменения структурного характера – произошло слияние гонконгских фондовой и фьючерсных бирж. В результате этого слияния сами биржи и их клиринговые центры получили статус дочерних компаний холдинга – Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx). В ходе слияния бирж произошло отделение функций управления от собственности бирж, повысилась эффективность регуляторных функций. Схема слияния гонконгских бирж и создания биржевого холдинга стала примером для многих последующих слияний бирж в мире, в том числе в ходе создания Московской биржи.

Параллельно произошла демьючуализация (demutualisation)¹ Гонконгской фондовой биржи (The Stock Exchange of Hong Kong Limited – SEHK) и Гонконгской фьючерсной биржи (Hong Kong Futures Exchange Limited – HKFE). С 27 июня 2000 г. акции холдинга HKEx зарегистрированы на основной площадке (Main Board) Гонконгской биржи². HKEx стал одним из первых в мире биржевых холдингов, решившихся на самолистинг. В настоящее время это распространенная практика, которой следует в том числе и Московская биржа.

В ноябре 1999 г. был создан новый сегмент биржевого рынка акций – рынок растущих компаний (Growth Enterprise Market – GEM) с менее жесткими требованиями к листингу, чем на основной площадке. Данный сегмент стал весьма крупным и успешным полигоном для выращивания эффективных корпораций. Значительное количество корпораций, вышедших на рынок через сектор GEM, начинают соответствовать всем критериям листинга и переходят в сектор главного рынка. В течение 2012/2013 финансового года таких компаний было 57, годом позже – 124, в течение 2014/2015 финансового года – 125. Эти показатели характеризуют высокую эффективность сектора GEM.

¹ Процесс смены биржами своей организационно-правовой формы, резко ускорившийся в 90-х годах. Заключается в преобразовании бирж из коллективных (mutual) форм (некоммерческие партнерства, кооперативы и т.д.) в корпоративные. Преобразование в открытые корпорации позволило биржам, во-первых, разделить функции собственности, управления и контроля; во-вторых, разделить интересы владельцев биржи и интересы клиентов биржи (либо в иной формулировке – отделить интересы членов биржи от интересов самой биржи), и в-третьих, получить значительный приток ресурсов для развития. Многие современные биржи в целях привлечения инвестиций осуществляют размещение своих акций на собственных площадках либо на других биржевых площадках.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 244.

В 2003 г. торговля на гонконгском биржевом рынке была полностью переведена на электронную основу¹. Это стало примером автоматизации торговых платформ и систем доступа на биржу для остального мира.

В мае 2012 г. в качестве 100%-ной дочерней компании биржевого холдинга была создана еще одна клиринговая организация – OTC Clearing Hong Kong Limited (OTC Clear), действующая в качестве расчетной палаты внебиржевого рынка деривативов. Услуги клиринга на этом рынке начали оказываться с ноября 2013 г. В апреле 2013 г. открыта торговля деривативами после закрытия основной торговой сессии.

В декабре 2012 г. гонконгский биржевой холдинг НКЕх поглотил старейшую в мире биржу металлов – London Metal Exchange. В настоящее время НКЕх является одним из крупнейших в мире транснациональным диверсифицированным биржевым холдингом.

4.2.2. Углубление политики «открытой экономики» и укрепление связи с экономикой и финансовым рынком КНР

Экономика Гонконга основана на принципах политики свободного рынка, низкого налогообложения и невмешательства государства. Гонконг – важный международный финансово-торговый центр, где сконцентрировано самое большое в Азиатско-Тихоокеанском регионе количество головных офисов компаний². Гонконг в течение 21 года (1995–2015 гг.) возглавляет рейтинг стран мира по уровню экономической свободы, который составляется Heritage Foundation³. Кроме того, Гонконг отличается высоким уровнем юридической культуры, что притягивает инвесторов и предпринимателей из разных стран мира.

Гонконг относится к странам с льготным налогообложением, направленным в основном на стимулирование притока иностранных инвесторов в определенные сектора экономики, включая рынок ценных бумаг. Налог на доход составляет 17,5%, при этом дивиденды, проценты и прирост капитала налогом не облагаются. Открытость экономики Гонконга в целом и финансовой системы в частности настолько высока, а налоги – низки, что это позволяет Банку международных расчетов классифицировать

¹ Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010. С. 53.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 243.

³ Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department, June 2015. Режим доступа: URL: http://www.gov.hk/en/about/abouthk/factsheets/docs/financial_services.pdf

Гонконг как офшорный центр наряду с Сингапуром, Каймановыми Островами, Багамами, Бермудами, Панамой и более мелкими офшорными территориями. Офшорный характер Гонконга, безусловно, способствует концентрации финансового капитала и тем самым повышает его капитализацию¹.

Открытость экономики Гонконга и благоприятный предпринимательский климат привлекают многочисленные иностранные финансовые организации. В сфере финансового рынка политика открытости Гонконга проявляется особенно ярко. По состоянию на март 2015 г. в банковской сфере вместе с местными 157 банками с полной лицензией, 23 банками с ограниченной лицензией и 21 компанией, привлекающей депозиты (*deposit-taking companies*), функционировали представительства 64 иностранных банковских институтов, представляющих 36 стран мира. В страховом секторе работали 158 лицензированных страховщиков, из которых 86 были инкорпорированы в Гонконге, а остальные 72 представляли 21 страну².

В течение ряда лет в рамках политики открытости Гонконг настойчиво формировал инфраструктуру для проведения платежей и расчетов, которая бы отвечала интересам предпринимателей и инвесторов из самых разных стран мира. В результате к настоящему времени в Гонконге создана мультивалютная платежная и расчетная инфраструктура, позволяющая рассчитывать взаимные обязательства, платить и получать платежи в любой валюте (в реальности объем расчетов и платежей в этой системе проходит с использованием в основном 4 валют – доллара США, гонконгского доллара, евро и юаня). Гонконгская расчетно-платежная инфраструктура совмещена с международными (*Euroclear* и *Clearstream*) и национальными (австралийским, южнокорейским, китайским и тайваньским) центральными депозитариями, а также с национальными расчетными системами Малайзии, Индонезии и Таиланда. Фактически Гонконг стал предоставлять услуги регионального расчетного и платежного центра для наиболее крупных финансовых рынков и экономик региона Юго-Восточной Азии.

Открытость экономики и финансового рынка Гонконга и их вовлеченность в глобальный рынок капитала являются важнейшим фактором притяжения для китайских корпораций и финансовых организаций. Гонконг,

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 113.

² Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department, June 2015. Режим доступа: URL: http://www.gov.hk/en/about/about/hk/factsheets/docs/financial_services.pdf

концентрирующий в больших объемах капиталы глобальных инвесторов и значительное число финансовых организаций, включая управляющие компании, является наиболее интересным партнером для материкового Китая в плане привлечения инвестиций. С определенного момента (примерно с 2004 г.) интенсивность привлечения капитала китайскими компаниями на гонконгском рынке значительно выросла. По состоянию на конец 2002 г. доля китайских компаний в суммарной капитализации компаний, зарегистрированных на Гонконгской бирже, составляла 29%¹, а по состоянию на конец 2006 г. – уже 50% суммарной рыночной капитализации (основная площадка и GEM) Гонконгской биржи². По состоянию на конец апреля 2015 г. из 1780 компаний, имеющих листинг на Гонконгской бирже, 896 представляют предприятия континентального Китая³.

Используя объективно обусловленный интерес со стороны предприятий материкового Китая, Гонконг примерно с середины 2000-х годов значительно усилил взаимосвязи с материковым Китаем. Это усиление связано с тем, что особое внимание Гонконг стал уделять задаче превращения в ведущий мировой центр управления инвестициями, что способствовало концентрации инвестиционных ресурсов на финансовом рынке Гонконга и еще более повысило интерес к нему со стороны реципиентов инвестиций материкового Китая.

Вместе с тем особенность Гонконга как внешнего хаба для китайского финансового рынка диктует необходимость совершенствования технологий взаимодействия китайского и гонконгского рынков. Для обеспечения взаимного торгового доступа между Шанхайской и Гонконгской биржами была организована система Stock Connect, запущенная 17 ноября 2014 г. Она позволяет инвесторам через торговые системы одной биржи заключать сделки с акциями, зарегистрированными на другой бирже в рамках дневных и агрегированных квот. Дневная квота для северной части (объем сделок, которые могут быть заключены на торгах Шанхайской биржи инвесторами, осуществляющим доступ через Гонконгскую

¹ Ho S.S.M., Scott R.H., Wong K.A. The Hong Kong Financial System. A new Age. Oxford: Oxford University Press. 2004. P. 47.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 245.

³ Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department, June 2015. Режим доступа: URL: http://www.gov.hk/en/about/about/hk/factsheets/docs/financial_services.pdf

биржу) составляет 13 млрд юаней, для южной части (объем сделок, которые могут быть заключены на торгах Гонконгской биржи инвесторами, осуществляющим доступ через Шанхайскую биржу) – 10,5 млрд юаней¹.

В последнее время ведутся консультации между гонконгскими и китайскими регуляторами о взаимном признании инвестиционных схем для того, чтобы обеспечить возможность китайским и гонконгским фондам для квалифицированных инвесторов беспрепятственно инвестировать на рынках друг друга². Эти меры, как заявляет Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга, лежат в рамках выбранного в 2000-е годы курса на специализацию Гонконга как ведущего мирового центра управления инвестициями.

4.2.3. Защита интересов инвесторов

В рамках данного направления необходимо выделить следующие наиболее значимые меры, реализованные в период реформ 2000-х годов:

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

Постановление о ценных бумагах и фьючерсах (The Securities and Futures Ordinance), вступившее в действие с 1 апреля 2003 г., обеспечило учреждение Фонда компенсаций инвесторам (Investor Compensation Fund), или Компенсационного фонда. Фонд учрежден в целях выплаты инвесторам любой национальной принадлежности, потерпевшим убытки в результате нарушений со стороны лицензированных финансовых посредников или авторизованных финансовых институтов в связи с операциями с продуктами, зарегистрированными на Гонконгской бирже.

В 2015 г. размер Компенсационного фонда достиг 2,2 млрд долл. США³. По выплатам из Компенсационного фонда установлен лимит в 150 тыс. гонконгских долларов.

Средства Компенсационного фонда складываются из:

- 1) специального сбора на компенсации инвесторам (Investor Compensation Levy), взимаемого с операций с финансовыми продуктами,

¹ Securities and Futures Commission. Research Paper No. 57: Half-yearly Review of the Global and Local Securities Markets. 17 July 2015.

² Securities and Futures Commission. Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015. P. 29.

³ Ibid. P. 42.

- торгуемыми на бирже (ставка сбора составляет 0,002% с суммы каждой сделки, уплачивается как покупателем, так и продавцом);
- 2) иных источников, включая доход от размещения средств фонда на банковских депозитах;
 - 3) трансферов от Объединенного биржевого компенсационного фонда (Unified Exchange Compensation Fund) и от Компенсационного фонда товарной биржи (Commodity Exchange Compensation Fund).

Фактически в Гонконге создана единая национальная компенсационная система, предполагающая взаимный перелив средств между различными компенсационными фондами. Объединенный биржевой компенсационный фонд и Компенсационный фонд товарной биржи существовали до учреждения Фонда компенсации инвесторам и представляли собой компенсационные схемы, учрежденные и администрируемые Гонконгской биржей.

Для администрирования требований, предъявляемых инвесторами к Компенсационному фонду, была учреждена специальная компания (The Investor Compensation Company Limited – ICC), находящаяся в собственности Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам. В функции этой компании входят:

- получение, обработка и определение правомерности требований, предъявляемых инвесторами к Компенсационному фонду;
- осуществление платежей по удовлетворяемым требованиям;
- истребование убытков с лицензированных финансовых посредников или авторизованных финансовых институтов, допустивших нарушения, которые привели к получению инвесторами убытков.

Другой важной мерой, направленной на повышение уровня защиты инвесторов, стало создание специального финансового суда (Securities and Futures Appeals Tribunal).

В Гонконге исключительно высоки требования по раскрытию информации, позволяющие инвесторам оперативно принимать обоснованные инвестиционные решения. Раскрытие информации компаниями, зарегистрированными на Гонконгской бирже, по ряду позиций осуществляется на ежедневной основе.

Высокий уровень защиты интересов инвесторов складывается из следующих предпосылок: высокое качество юридической системы Гонконга, основанной на англосаксонском праве; широкие полномочия регулятора; активная реализация Программы защиты инвесторов и ряд других. Составной частью этой защиты является, в частности, установление

высокого уровня минимально допустимого размера пакета акций, который должен находиться во владении широкого круга лиц, не аффилированных с менеджерами и мажоритарными собственниками¹.

В соответствии с Правилами листинга Гонконга минимальный уровень акций в публичном владении установлен в 25%, а в отдельных случаях – 50%². Это способствует формированию на рынке Гонконга высокой доли акций в свободном обращении (free float).

Содержательно ведущими направлениями в модернизации финансового регулирования и надзора Гонконга в период после 2008 г. остались меры по повышению уровня защиты инвесторов и по стимулированию развития услуг по управлению активами.

В 2014 г. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам ввела в действие Кодекс ведения бизнеса, в котором были стандартизированы требования к положениям соглашений, заключаемых лицензированными участниками рынка со своими клиентами.

Продолжается активная работа по образованию инвесторов, в том числе через специально созданный Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Центр по образованию инвесторов (Investor Education Centre – ИЕС).

4.2.4. Обеспечение адекватности финансовой отчетности

В 2005 г. в Гонконге состоялся переход на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). GAAP Гонконга идентичны МСФО, за исключением одного стандарта и ряда интерпретаций, которые не имеют аналогов в МСФО. В июле 2006 г. Законодательный совет одобрил создание Совета по вопросам финансовой отчетности (FRC) – государственного органа, в ответственность которого входит расследование нарушений со стороны аудиторов зарегистрированных на бирже компаний³.

Начиная с 2015 г. в Гонконге реализуются мероприятия по сближению GAAP Гонконга с US GAAP. Отличия сохраняются фактически только в требованиях к созданию резервов под возможный невозврат кредитов (займов), что связано с использованием двух взаимозаменяемых, но разных моделей прогнозирования ожидаемых убытков по кредитам.

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 113.

² Ho S.S.M., Scott R.H., Wong K.A. The Hong Kong Financial System. A new Age. Oxford: Oxford University Press, 2004. P. 224.

³ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 244.

4.2.5. Стимулирование притока средств в инвестиционные фонды и развития индустрии управления активами

Особенностью экономики Гонконга примерно с 1970-х годов стало преобладание в ее структуре финансовых предприятий. В 1980-х годах в экономике Гонконга произошли структурные изменения, ставшие результатом переноса производства на предприятия материкового Китая и выхода на первый план сектора услуг, развитию которого способствовала эффективная правовая система, действующая на этой территории¹. Вследствие этого доля финансового сектора в структуре гонконгской экономики еще более выросла.

В середине 2000-х годов правительство Китайской Народной Республики предприняло ряд шагов по активизации использования иностранных рынков, в первую очередь рынка Гонконга, для привлечения капитала китайскими предприятиями и банками. Финансовый рынок Гонконга в результате этого стал значимым источником капитала не только для местных компаний, но также для компаний, зарегистрированных в КНР, что послужило причиной серьезного интереса к этому рынку со стороны иностранных инвесторов. В результате резкой интенсификации использования гонконгского рынка для финансирования предприятий материкового Китая в 2004–2006 гг. к концу 2006 г. на основной площадке НКЕх преобладали компании финансового сектора (41% рыночной капитализации зарегистрированных на бирже компаний). На компании сектора недвижимости и телекоммуникаций приходилось соответственно 10,4% и 15,2%².

Столь мощная концентрация финансового капитала создала прекрасные условия для формирования в Гонконге высокоразвитой индустрии управления активами. С середины 2000-х годов одним из важнейших приоритетов развития Гонконга является политика по превращению его в ведущий мировой центр управления активами.

На Гонконгском рынке работают инвестиционные фонды из самых разных стран мира. По данным Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам, по состоянию на 31 марта 2015 г. из общего количества лицензированных на работу в Гонконге юнитрастов и взаимных фондов лишь 29% инкорпорированы в Гонконге. По стоимости чистых активов по состоянию на конец 2014 г. доля местных фондов еще меньше – 9%, в то время как доля люксембургских фондов достигает 69%, а ирландских – 12%³.

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 243.

² Там же. С. 245.

³ Securities and Futures Commission. Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015. P. 138.

Гонконгские регуляторы, стремясь обеспечить первенство Гонконга как международного центра управления инвестициями, стимулируют приход на гонконгский рынок исламских финансовых институтов. В июне 2014 г. был зарегистрирован первый исламский сбалансированный фонд. Реагируя на запросы мирового рынка управления активами, гонконгские регуляторы создают нормативное регулирование для наиболее востребованных глобальными инвесторами новых инвестиционных продуктов. Так, в течение 2013–2015 гг. в целом было сформировано правовое обеспечение инвестиционных схем гарантирования инвестиций (*investment-linked assurance schemes – ILAS*)¹.

В настоящее время Гонконг характеризуется исключительно большим разнообразием работающих на национальном финансовом рынке институтов коллективных инвестиций. По состоянию на 31 марта 2015 г. Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам к работе на гонконгском рынке допущены 2622 схемы коллективных инвестиций и 108 внесписочных (нелистингованных) структурированных инвестиционных продуктов с неограниченным кругом инвесторов. Среди схем коллективных инвестиций большинство составляют юнитрасты и инвестиционные фонды (2045), но в целом в Гонконге функционирует множество схем коллективных инвестиций².

По итогам 2014 г. суммарный объем активов, управляемых функционирующими в Гонконге управляющими компаниями, достиг 17,7 трлн долл. США. Иностранные инвесторы остаются главным источником капитала, обеспечивая примерно 70% суммарной стоимости активов в управлении (в 2011 г. – 63%). Как считает гонконгская Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам, исключительно быстрый рост стоимости активов в управлении гонконгских инвестиционных менеджеров (прирост за 2011–2015 гг. составил 96%) связан в первую очередь с ролью Гонконга как ведущего офшорного центра инвестиций в юанях, а также как посредника для глобального капитала между континентальным Китаем и остальным миром³.

Однако одновременно с мерами по привлечению иностранных капиталов в индустрию управления активами Гонконга правительство Гонконга предпринимало активные усилия по привлечению в эту индустрию внутренних ресурсов, в первую очередь сбережений населения. В начале

¹ Securities and Futures Commission. Fund Management Activities Survey 2014. Hong Kong: Securities and Futures Commission. July 2015. P. 9.

² Securities and Futures Commission. Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015. P. 44–45.

³ Securities and Futures Commission. Fund Management Activities Survey 2014. Hong Kong: Securities and Futures Commission. July 2015. P. 1.

2000-х годов в Гонконге была создана обязательная накопительная система пенсионного обеспечения, предусматривающая полностью частный характер управления пенсионными накоплениями (Mandatory Provident Fund Schemes – MPFS). За период 2000–2002 гг. было обеспечено увеличение доли участвующих в этой системе работодателей с 0 почти до 100% и доли соответствующих категорий работников – с 0 до 90% (доведена почти до 100% в 2005 г.)¹. Стоимость чистых активов всех институтов системы MPF выросла с 42 млрд гонконгских долларов по состоянию на 31 марта 2002 г. до 595 млрд гонконгских долларов (76,7 млрд долл. США)².

Индустрия управления пенсионными накоплениями регулируется фактически всеми финансовыми регуляторами Гонконга совместно. MPFA авторизует (одобряет) схемы управления, а соответствующий отраслевой регулятор (банковский, рынка ценных бумаг или страхового сектора) лицензирует поднадзорные организации на управление пенсионными накоплениями. Вместе с тем существует определенное дублирование надзорных действий этих регуляторов, что свойственно любой отраслевой модели финансового регулирования и надзора. Однако в данном случае это обстоятельство одновременно способствует лучшему контролю за деятельностью частных управляющих в целях сохранности пенсионных накоплений.

Для обеспечения более надежных и эффективных расчетов по сделкам с инструментами различных институтов коллективных инвестиций Центральный банк Гонконга (НКМА) в августе 2009 г. инициировал внедрение системы услуг по маршрутизации поручений и расчетам по сделкам с такими инструментами (CMU Fund Order Routing and Settlement Service). Данная система была усилена в 2013 г. поддержкой денежных расчетов по сделкам с инструментами коллективных инвестиций с использованием системы расчетов в режиме реального времени (real-time-gross-settlement System – RTGS)³.

¹ По данным MPFA – Mandatory Provident Fund Schemes Authority Annual Report 2014/15. P. 120.

² Ibid. P. 128.

³ Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department. June 2015.

4.2.6. Обеспечение стабильности национального рынка, снижение транзакционных издержек

Важным преимуществом Гонконга как финансового центра стала стабильность национального фондового рынка. Как представляется, фундаментальной причиной этого является существование относительно более жесткого (по сравнению со всеми другими странами данного глобального региона) режима защиты интересов инвесторов в Гонконге, что приводит не просто к концентрации финансовых ресурсов (и, естественно, способствует постоянному росту курсов местных ценных бумаг), но прежде всего к концентрации более консервативных инвесторов, для которых особенно важен этот аспект национального режима регулирования фондового рынка. Именно для этой группы инвесторов (большинство из которых крупные) установление минимально допустимого уровня free float компаний, акции которых могут торговаться на бирже, имеет особое значение. Наличие на гонконгском рынке значительной прослойки консервативных инвесторов обеспечивает ему необходимую степень устойчивости.

Одним из инструментов стабильности стала интервенция Центрального банка Гонконга (НКМА) на фондовом рынке, выразившаяся в покупке акций на общую сумму 118 млрд гонконгских долларов¹. Другой источник дает оценку в 120 млрд гонконгских долл., или 15,2 млрд долл. США².

Стабильность финансового рынка достигается не только поддержанием стабильности на фондовом рынке (хотя к фондовому рынку в этом плане внимание особое, если учесть повышенную волатильность фондового рынка Китая, влияющего на стабильность рынка Гонконга), но и на других секторах финансового рынка. Стабильность банковской системы Гонконга достигается, в том числе благодаря ее функционированию как трехуровневой системы, включающей банки с полной лицензией, банки с ограниченной лицензией и компании, привлекающие депозиты.

Гонконг с начала 2000-х годов характеризуется весьма невысокими операционными расходами, низким уровнем процентных ставок, небольшим риском изменения обменного курса национальной валюты, свободным движением капитала³. В значительной мере это стало следствием

¹ Sheng A. From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990's and 2000's. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. P. 273.

² Ho S.S.M., Scott R.H., Wong K.A. The Hong Kong Financial System. A new Age. Oxford: Oxford University Press. 2004. P. 243.

³ Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010. С. 53.

эффективной макроэкономической и денежно-кредитной политики, реализуемой в Гонконге на протяжении последних десятилетий. Кроме того, вопрос тонкого регулирования обязательных налогов и сборов со стороны правительства и размера биржевых сборов со стороны биржи всегда признавался финансовыми регуляторами Гонконга как весьма чувствительный для рентабельности инвестиционных операций и для деятельности финансовых посредников.

Важным фактором поддержания стабильности внутреннего финансового рынка является особое внимание к системным рискам. В Гонконге традиционно вопросы мониторинга и минимизации системных рисков находятся в центре внимания финансовых регуляторов и правительства. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам, Центральный банк, регулятор страхового рынка (Office of the Commissioner of Insurance) и правительство Гонконга активно участвуют в работе международного Совета по финансовой стабильности (Financial Stability Board – FSB). Центральный банк Гонконга участвует в региональном объединении SEACHEN, которое объединяет 20 центральных банков Азиатско-Тихоокеанского региона и имеет целью обеспечивать денежную и финансовую стабильность в Азии. В настоящее время в Гонконге имплементирована вторая фаза внедрения стандартов Basel III.

4.2.7. Поддержание эффективности регулирования

Гонконг является ярчайшим примером не только постоянного совершенствования финансового регулирования, но и непрерывной модернизации своего законодательства с целью повышения эффективности функционирования финансовых регуляторов. Для усиления эффективности финансового регулирования и надзора в Гонконге реализуются две группы программ:

- программа совершенствования законодательства;
- программа повышения эффективности регуляторов.

Обеспечение эффективности законодательной базы осуществлялось в Гонконге с использованием следующих инструментов/принципов:

- кодификация по мере необходимости;
- развитие законодательства в рамках англосаксонского права и с учетом британских юридических традиций;
- стабильность законодательных норм, долгосрочная устойчивость законодательных актов;
- модернизация отдельных положений законодательства, непротиворечивое совмещение новых норм с уже существующими законодательными положениями.

Наиболее заметным примером успешной кодификации стал Закон (постановление) о ценных бумагах и фьючерсах. В 2003 г. Законодательный совет принял Закон о ценных бумагах и фьючерсах (SFO), заменивший 10 законов, регулировавших эту сферу, что позволило привести законодательство Гонконга в соответствие с международной практикой¹. Впоследствии были сформированы кодекс, объединивший регулирование для инвестиционных трастов недвижимости (Real Estate Investment Trusts – REIT), и кодекс, объединивший регулирование для юнитрастов и инвестиционных фондов.

Большинство законов (постановлений), регулирующих финансовый рынок Гонконга, действуют с начала 1990-х годов с относительно небольшими изменениями. Стабильность законодательства Гонконга в значительной мере связана с опорой законов на английские юридические традиции, на стандарты и нормы, которые прошли проверку временем в Великобритании. Кодификация законов о ценных бумагах и фьючерсах в 2003 г. является, скорее, исключением из правил, хотя на более позднем этапе развития гонконгского рынка кодификация начала проводиться активнее.

Однако по мере необходимости в законодательные акты постепенно вносятся изменения, учитывающие как потребности развития финансового рынка Гонконга, так и рекомендации международных финансовых организаций. Как показывает практика внесения изменений в законодательство, оно предполагает последовательные итерационные обсуждения со всеми заинтересованными сторонами, начиная с идеи и заканчивая законопроектом.

Например, в ходе изменения законодательного режима регулирования внебиржевого рынка деривативов процесс начался с совместной инициативы Центрального банка Гонконга и Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам о создании нового режима регулирования внебиржевых деривативов в ноябре 2011 г. Вместе с тем весь процесс – от инициирования процесса внесения изменений в законодательство до вступления в силу измененного законодательства – занял 2 года и 8 месяцев.

После кризиса 2008 г. важнейшим направлением модернизации регулирования финансовой системы Гонконга стало следование рекомендациям «Группы 20» (G-20). В отличие от России, где после формального принятия обязательств по приведению национального финансового регулирования в соответствие с рекомендациями «Группы 20» были реализо-

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 244.

ваны лишь отдельные меры в данном направлении, Гонконг провел преобразование национального регулирования в соответствии с рекомендациями «Группы 20» практически по всем направлениям реформ, намеченным в рекомендациях¹.

Перечень реализованных за период после 2008 г. мер в области финансового рынка подтверждает, что для Гонконга наиболее актуальными в этот период были проблемы, свойственные преимущественно развитым финансовым рынкам. Гонконгский финансовый рынок в этот период функционировал как в полной мере развитый финансовый рынок.

Гонконгские регуляторы определили перечень важнейших концепций и рекомендаций международных финансовых организаций, а также основных реформ и наиболее важных нормативных актов, принятых и реализованных на наиболее развитых финансовых рынках в период после 2008 г. в качестве ориентиров своей политики на финансовом рынке. Перечень этих документов приведен в *табл. 1*.

Таблица 1

Перечень важнейших концепций, рекомендаций и реформ, признанных гонконгскими регуляторами в качестве ориентиров

№ п/п	Название документа	Принявший орган	Дата*
1	2	3	4
1	Директива по альтернативным инвестиционным фондам (Alternative Investment Funds Directive – AIFMD)	Европейская комиссия	8 июня 2011 г.
2	Международные рамки банковского регулирования Basel III	Банк международных расчетов	Сентябрь 2010 г.
3	Регулирование центральных депозитариев ценных бумаг (CSDR)	Европейская комиссия	1 января 2015 г.
4	Директива по требованиям к капиталу (Capital Requirements Directive – CRD IV)	Европейская комиссия	1 января 2014 г.
5	Акт Додда – Франка (Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – DFA)	Конгресс США	21 июля 2010 г.
6	Предложения по структурной реформе банков ЕС	Европейская комиссия	29 января 2014 г.
7	Регулирование европейских рынков и инфраструктуры (European Markets and Infrastructure Regulation – EMIR)	Европейская комиссия	2012–2019 гг.

¹ Детальный анализ действий финансовых властей Гонконга по реализации рекомендаций «Группы 20» по 11 важнейшим направлениям приведен в работе: Arner D.W., Gibson E. Financial Regulation Structure in Hong Kong. Looking Forward // Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and international experiences. Ed. by Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker. L.; N.Y.: Routledge, 2015. P. 213–224.

Окончание таблицы 1

1	2	3	4
8	Акт о налоговой прозрачности (Foreign Account Tax Compliance Act – FATCA)	Конгресс США	2013–2017 гг.
9	Квалификация кредитных деривативов (2014 Credit Derivatives Definitions)	ISDA**	Февраль 2014 г.
10	Директива и регулирование по предупреждению рыночных злоупотреблений (Market Abuse Directive – MAD II и Market Abuse Regulation – MAR)	Европейская комиссия	12 июня 2014 г.
11	Директива по регулированию рынков финансовых инструментов (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II)	Европейская комиссия	14 января 2014 г.
12	Концепция панъевропейской платформы расчетов по ценным бумагам (TARGET2-Securities)	Европейский центральный банк	В процессе
13	Общий стандарт автоматического обмена финансовой информацией (Common Reporting Standard for the Automatic Exchange of Financial Information – CRS)	Организация экономического сотрудничества и развития	1 января 2016 г.
14	Единая европейская директива по инвестиционным фондам (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) V)	Европейская комиссия	23 июля 2014 г.
15	Общее налоговое регулирование для юрисдикций британской короны (UK Crown Dependencies and Overseas Territories (UKCD and OT) Regulations)	HM Revenue & Customs (HMRC)	31 марта 2014 г.

* Указывается дата принятия либо дата введения в действие.

** Международная ассоциация участников рынка свопов и деривативов.

Источник: Navigating the new financial world. Hong Kong: HSBC, 2015.

В 2011–2012 гг. гонконгские финансовые регуляторы НКМА и SFC провели консультации с участниками рынка по предложениям о введении режима регулирования на внебиржевом рынке деривативов. По их итогам были расширены рамки регулирования для дилерских операций и консультирования на этом рынке. Кроме того, были сформулированы предложения по регулированию деятельности лиц, имеющих слишком крупные позиции с точки зрения возможностей реализации системных рисков.

Для соответствия международным стандартам было введено требование репортирования определенных сделок на внебиржевом рынке деривативов Гонконгскому торговому репозитарию (Hong Kong Trade Repository – HKTR), а также требование клиринга определенных сделок с ис-

пользованием центрального контрагента. Были расширены функции торгового репозитория, который будет также обеспечивать услуги по трейд-мэтчингу и подтверждению сделок¹.

В течение 2014–2015 гг. были модернизированы нормативные акты, регулирующие деятельность различных типов коллективных инвестиций. В августе 2014 г. был изменен Кодекс инвестиционных трастов в недвижимость (Real Estate Investment Trusts – REITs). В январе 2015 г. был изменен Кодекс для юнитрастов и взаимных фондов (Code on Unit Trusts and Mutual Funds – UT Code). Все изменения направлены на повышение гибкости различных аспектов регулирования институтов коллективных инвестиций. Постоянно проводится работа по увеличению разнообразия институтов коллективных инвестиций, которым разрешена деятельность в Гонконге.

Важным направлением работы гонконгских регуляторов в 2010-е годы стал поиск путей оздоровления финансовых организаций, включая, возможно, и инфраструктурные финансовые институты. В июне 2015 г. были внесены изменения в законодательство для учета особенностей финансового оздоровления финансовых организаций. После этого финансовые регуляторы и казначейство Гонконга разработали перечень необходимых подзаконных актов, определив декабрь 2016 г. в качестве даты одновременного вступления в силу как новой версии закона об оздоровлении финансовых институтов (Financial Institutions Resolution Bill), так и реализующих ее подзаконных актов².

Отличительной чертой совершенствования условий инвестирования в Гонконге является постоянная транспарентная работа по улучшению правил функционирования национальных финансовых рынков и по повышению эффективности деятельности регуляторов. При Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам на постоянной основе действует дискуссионная площадка по повышению качества процессов регулирования и надзора (Process Review Panel). Сам регулятор разработал и придерживается внутренних правил корпоративного управления, публично отчитываясь об уровне корпоративного управления регулятора. В части корпоративного управления регулятор мало чем отличается от рыночно ориентированной корпорации. Организационная структура построена по принципам и подобию эффективной корпорации и включает совет директоров (в том числе независимых директоров), комитеты совета директоров, а

¹ Reducing risk on the Asian market. HSBC, 2015.

² Securities and Futures Commission. Annual Report 2015–2016. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2016. P. 41.

также исполнительные органы. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам также ежегодно проходит аудиторскую проверку у одной из крупнейших мировых аудиторских групп (в настоящее время – КРМГ)¹.

Общепринятой практикой в Гонконге является публикация регуляторами результатов консультаций с участниками рынка и/или с другими регуляторами и международными финансовыми организациями по тому или иному блоку вопросов совершенствования регулирования финансового рынка. Эти публикации являются важными ориентирами дальнейшей модернизации регулирования.

Несмотря на наличие нескольких (четырёх) органов финансового регулирования и надзора в Гонконге, исследователями не отмечено проблемы межведомственного взаимодействия. Все регуляторы работают над одним и тем же набором задач, при этом каждый отвечает за свой участок работы. При сопоставлении годовых отчетов гонконгских регуляторов выяснилось, что все они отчитываются по примерно одинаковому набору целей и задач, отмечая связь реализованных мероприятий с достижением поставленных целей.

Отличительной чертой организации финансового регулирования в Гонконге является то, что все регуляторы в качестве одного из важнейших направлений работы рассматривают развитие Гонконга как международного финансового центра. В задачи всех регуляторов входят:

- укрепление доверия к денежной и финансовой системе Гонконга;
- поддержка инициатив по развитию финансовых рынков в целях усиления международной конкурентоспособности рынка финансовых услуг Гонконга;
- поддержка и развитие финансовой инфраструктуры Гонконга.

Следует подчеркнуть, что развитие системы финансового регулирования в Гонконге не прекращается. Еще до исчерпания очередного источника повышения глобальной конкурентоспособности МФЦ Гонконга подбирается следующий. Так, на фоне резкого роста объемов активов, управление которыми осуществляется в Гонконге, обеспеченного в основном концентрацией активов финансовых организаций и финансовых инвесторов, ставится задача привлечения в Гонконг операций нефинансовых корпораций. В течение 2015–2016 гг. предполагается ввести 50%-ные льготы на налоги на прибыль для тех транснациональных корпораций, которые разместят свои корпоративные казначейства в Гонконге и, соответственно, сконцентрируют в Гонконге значительную часть своих операций с активами². Таким образом, как предполагается, концентрация

¹ Securities and Futures Commission. Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015.

² HKMA Annual Report 2014. Hong Kong: HKMA, 2015. P. 93.

финансовых операций в Гонконге будет расти не только за счет привлечения финансовых организаций, но и за счет увеличения объемов финансовых операций нефинансовых иностранных корпораций.

4.3. Количественные характеристики результатов реформ

Финансовый сектор Гонконга является ведущим в относительно небольшой экономике этого административного района, поэтому абсолютный уровень соотношения показателей, характеризующих емкость секторов финансового рынка и ВВП Гонконга, традиционно весьма высок. Тем не менее проводимые реформы способствуют еще большему росту этого соотношения. В то же время важнейшим результатом реформ финансового сектора Гонконга стала устойчивость роста большинства показателей такого рода с начала 2000-х годов (см. рис. 9).

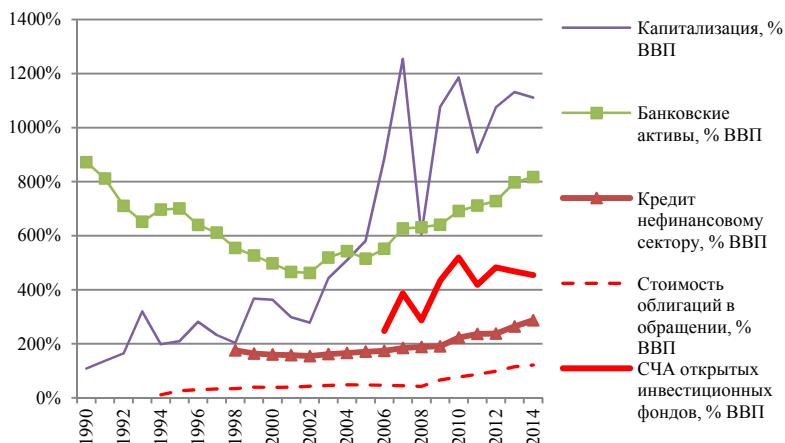


Рис. 9. Емкость финансового сектора Гонконга

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD, Financial Structure Dataset), Всемирной федерации бирж и базы данных Банка международных расчетов.

Несмотря на относительно небольшой объем экономики Гонконга, в рамках мирового финансового рынка Гонконг занимает одно из ведущих мест. На него приходится значительная доля этого рынка (см. табл. 2).

Таблица 2

Показатели Гонконга на мировом финансовом рынке, % к объему соответствующего сегмента глобального рынка

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капитализация	3,69	4,76	4,40	5,29	5,45	5,30	5,80	5,52	5,39	5,77
Объем торговли акциями	1,15	2,08	1,41	1,84	2,35	2,29	2,26	2,42	1,84	1,88
Объем IPO/SPO	9,14	7,57	5,05	6,84	10,17	9,14	5,95	6,61	13,86	12,51
Активы банков	1,48	1,54	1,40	1,45	1,56	1,56	1,64	1,72	Н.д.	Н.д.
СЧА* взаимных фондов	2,89	3,13	3,32	4,04	4,81	4,37	4,72	4,29	4,21	Н.д.
Страховые премии	0,53	0,60	0,56	0,57	0,62	0,63	0,71	0,81	0,86	1,00
Премии по страхованию жизни	0,79	0,90	0,85	0,85	0,89	0,98	1,10	1,31	1,39	1,63

* СЧА – стоимость чистых активов.

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Всемирной федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Hong Kong Securities and Futures Commission, НКМА.

Прямым результатом постоянно осуществляемых в Гонконге реформ финансового сектора становится не только сохранение позиции Гонконга на глобальном финансовом рынке, но и постепенный рост доли страны в различных сегментах мирового финансового рынка.

5. Последовательная цепь реформ финансового рынка Китая

Меры китайского государства по модернизации национального финансового рынка представляют собой последовательную цепь реформ, внутренне логичную и неразрывную.

5.1. Первая реформа финансового рынка 1993–1998 гг.

Первая реформа китайского финансового рынка была начата в 1993 г. Ее план был утвержден III Пленумом ЦК КПК XIV созыва в рамках «Решений по некоторым вопросам создания социалистической рыночной экономики». Несмотря на то что идеология развития Китая начиная с 1978 г. предусматривала политику «открытых дверей», в рамках которой особое внимание уделялось привлечению иностранных инвестиций, активного развития финансового рынка не наблюдалось. Период развития китайского финансового рынка с 1978 по 1992 г. в азиатской литературе получил наименование «стадии эмбрионального развития»¹, а основной объем иностранных инвестиций, привлекаемых в Китай в это время, имел форму прямых иностранных инвестиций.

Первая реформа финансового сектора Китая стала составной частью перехода от второго этапа «Политики реформ и открытости», принятой в 1978 г. (собственно, именно с этого момента и берут начало китайские модернизационные реформы), который проводился под лозунгом «Плановая товарная экономика», к третьему этапу, реализуемому с 1992 г. под лозунгом «Социалистическая рыночная экономика».

План реформ был разделен на две части: первая – реформа банковской системы, вторая – развитие финансового рынка. Решения пленума требовали ускорения реформы финансового сектора. Реформа банковской системы была объявлена главной, в то время как предполагалось, что развитие финансового сектора последует за развитием банков.

Основные положения реформы *банковской системы*:

- реформа центрального банка, в результате которой должен быть создан полноценный центральный банк, обладающий операционной независимостью;
- развитие коммерческих банков, постепенное превращение государственных банков в коммерческие банки;

¹ Daisong C. Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. Asia Law Institute. Working Paper Series No. 005. August 2009.

- создание «политических» банков с целью разграничения целевых (для целевого кредитования проектов государственного значения) и коммерческих операций¹.

Требования по развитию и совершенствованию *финансового рынка*:

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

Реформы, осуществлявшиеся на основе «Решений...», были нацелены на создание основ рыночной финансовой системы Китая. Важнейшим их результатом стало формирование законодательной базы для функционирования финансового рынка. В 1990-е годы были приняты Закон о компаниях (декабрь 1993 г.; вступил в силу 1 июля 1994 г.), Закон о центральном банке (1995 г.), Закон о коммерческих банках (1995 г.), Закон о ценных бумагах (1998 г.), Закон об инвестиционных фондах (1998 г.).

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

Формально Народный банк Китая стал национальным банком в 1979 г., после выделения из него специализированных банков. Но он, во-первых, продолжал кредитовать предприятия и, во-вторых, оставался фактически частью правительства. Лишь в 1995 г. – с принятием Закона о центральном банке и Закона о коммерческих банках – Народный банк Китая стал полноценным центральным банком, имеющим в том числе соответствующие правоустанавливающие и надзорные полномочия в отношении банковского сектора. Однако впоследствии – в 2003 г. – функции регулирования

¹ Первыми «политическими» банками стали Государственный банк развития, Экспортно-импортный банк Китая и Китайский банк развития сельского хозяйства.

и надзора банковского сектора были переданы от Народного банка Китая специализированному агентству – Комиссии по регулированию банковской деятельности. В результате в настоящее время Народный банк Китая выполняет только функции центрального банка без каких-либо полномочий в области регулирования и надзора банковской системы.

Первая реформа финансового рынка Китая, начавшаяся в 1993 г., была нацелена прежде всего на создание основ (законодательных, организационных, институциональных) финансового рынка на первом этапе перехода от социалистической к рыночной экономике.

Данная реформа проходила параллельно с процессом приватизации, начавшимся после речи Дэн Сяопина на XIV съезде КПК в октябре 1992 г. о реформе системы социалистической рыночной экономики. Коммунистические идеологиемы, сохранявшие господство в политической жизни, способствовали весьма «кривым» приемам в проведении приватизации. Их следствием стали многочисленные барьеры для развития финансового рынка, которые пришлось исправлять в ходе второй серии реформ китайского финансового рынка. Наиболее известным примером таких «кривых» путей проведения приватизации стало многообразие типов выпускаемых акций: акции, не обращающиеся на рынке, акции, обращающиеся на рынках (классов «А», «В», «Н», «N», «S», «Т»)¹. Недолгие попытки подражания китайскому опыту в этой части также способствовали появлению аналогичной проблемы в России (акции трудовых коллективов, акции предприятий). Однако благодаря низкой активности процессов выпуска акций трудовых коллективов и акций предприятий эта проблема в России не стала столь же болезненной, какой она оказалась для китайского фондового рынка.

Процесс приватизации ускорился в конце 1990-х годов, когда было принята новая политика в области приватизации: «держат крупное, отпускают мелкое». Фактически эта политика представляла собой принципиальное решение о целесообразности сохранения в руках государства контроля только над отраслями, стратегически важными для экономики и для национальной безопасности, и о передаче всех остальных предприятий и производств в частные руки. В результате за период с 1997 по 2002 г. число государственных предприятий сократилось с 262 тыс. до 159 тыс.², что существенно увеличило количество потенциальных эмитентов акций. Данная стратегия действительно привела к многократному

¹ Подробнее описание различных типов акций в Китае см.: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 301.

² Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 108.

росту числа эмитентов акций – количество компаний, прошедших листинг на национальных биржах, увеличилось с 1993 по 1996 г. со 183 до 530, а по итогам 2002 г. достигло 1224¹.

Важной отличительной характеристикой китайского законодательства, регулирующего финансовый рынок, стало жесткое разграничение коммерческого и инвестиционного банкинга, запрет коммерческим банкам осуществлять операции с корпоративными ценными бумагами². Данный запрет фактически был калькой с американского закона Гласса – Стигла в его первоначальной редакции: коммерческим банкам в Китае с 1995 г. было запрещено 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 нужд³. В 1996 г. банкам под угрозой санкций в отношении руководства было запрещено предоставлять кредиты для совершения операций с акциями⁴.

В развитие данного направления в 1997 г. было принято решение о запрете для коммерческих банков заключения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами на фондовых биржах; для организации рынка РЕПО государственных облигаций организуется специальный внебиржевой межбанковский рынок РЕПО⁵. Возможно, эта мера позволила Китаю избежать кризиса рынка РЕПО, аналогичного тому, который случился в России в 2008 г.⁶.

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

- избыточно высокий объем банковского кредитования⁷, в том числе высокая доля плохих долгов;

¹ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 334.

² Там же. С. 333.

³ Там же. С. 326.

⁴ Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. уч. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 43.

⁵ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 265.

⁶ Подробнее см.: Данилов Ю. Матрешки-убийцы // Эксперт. 2008. № 38.

⁷ Я.М. Бергер считает, что движущей силой реформирования фондового рынка на втором этапе реформ стало стремление руководства Китая уравновесить одностороннюю зависимость экономики от банков, которая послужила одной из причин финансового кризиса 1997–1998 гг. См.: Бергер Я.М. Экономическая стратегия Китая. М.: ИД «ФОРУМ», 2009. С. 240. Существуют и другие оценки относительной избыточности банковского кредитования в Китае в конце 90-х годов.

- использование квотирования как механизма допуска на фондовый рынок реципиентов инвестиций;
- стимулирование населения к накопительству и к применению саккумулированных сбережений на финансовом рынке.

Первый из таких специфических элементов – избыточно высокий объем банковского кредитования, в том числе исключительно высокая доля плохих долгов. Многие государственные предприятия и сельскохозяйственные кооперативы, взявшие кредиты у коммерческих банков, так и не смогли их вернуть. Ликвидация убыточных госпредприятий привела к формированию значительной доли невозвратных долгов в активах банков, а обмен долгов на акции – к ухудшению структуры банковских активов. Изначально государство обеспечивало банкам с «плохими» долгами широкий доступ к кредитным ресурсам Народного банка, и лишь на более поздних этапах была активизирована практика докапитализации банков. Однако высокий объем банковских активов уже сложился, и именно заложенное в 1990-х годах основание для избыточных объемов активов и задолженности банков обеспечило формирование в Китае устойчивого соотношения банковских активов и ВВП на одном из самых высоких в мире уровней¹. Этим же в значительной мере объясняется и традиционно высокое соотношение М2 и ВВП (уровень монетизации экономики), характерное для Китая².

С 1996 г. начали практиковаться постоянные докапитализации банков. Сначала в процесс докапитализации были вовлечены банки «большой четверки», при этом основным инструментом докапитализации изначально стали долгосрочные государственные облигации³. Повторные

¹ Наиболее заметные скачки соотношения активов депозитных банков и ВВП в Китае происходили в следующие периоды: с 1988 по 1990 г. – с 67 до 75% (массовое кредитование банков со стороны Народного банка для размывания безнадежных кредитов, выданных сельскохозяйственными предприятиями); с 1996 по 1999 г. – с 80 до 110% (докапитализация банков для преодоления последствий списания «плохих» долгов, выданных государственным предприятиям, а затем попытка с помощью финансового форсажа «перескочить» азиатский кризис); с 2001 по 2003 г. – со 116 до 127% (попытка преодолеть пробуксовку экономики с помощью увеличения кредитования, которая сменилась переориентацией на возможности фондового рынка). Используются данные Всемирного банка (Global Financial Development Database).

² Уже в 1998 г. это соотношение достигло 124%, а в 2003 г. – 163%. Естественно, что периоды наиболее интенсивного роста данного показателя в целом совпадают с периодами наиболее интенсивного роста соотношения активов депозитных банков и ВВП.

³ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Паблишерз, 2007. С. 676.

докапитализации были проведены перед прохождением этими банками процедуры листинга.

Первая реформа финансового сектора Китая вызвала к жизни такой достаточно экзотический с точки зрения мирового опыта механизм, как квотирование эмиссии корпоративных ценных бумаг. С 1993 г. были введены квоты на выпуск корпоративных облигаций, несколько позднее были введены квоты и на IPO. Внедрение данного механизма было ответом на специфические местные условия, когда предприятия предъявляли исключительно большой спрос на инвестиционные ресурсы (вследствие как объективного фактора – высоких темпов экономического роста, так и учредительской лихорадки¹), но далеко не все из них соответствовали требованиям инвесторов, в том числе в части прозрачности, рентабельности и финансовой устойчивости.

Третья специфика, заложенная в парадигму развития китайского финансового рынка в ходе его первой реформы, – особый упор на спрос со стороны населения, государственная политика, нацеленная на максимизацию нормы сбережений населения и применение их на финансовом рынке.

Составной частью этой политики были меры по предотвращению оттока капитала, находящегося в распоряжении домохозяйств. В Китае до 2006 г. действовали жесткие запреты на вывоз капитала, особенно по отношению к частным лицам. Такая ситуация фактически «загоняла» частных инвесторов в один из двух инструментов инвестирования – в депозиты и в ценные бумаги (акции типа «А» и облигации). В ходе второй волны реформ финансового сектора физическим лицам в 2006 г. было предоставлено право инвестировать по определенным квотам в иностранные активы с использованием квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (QDII), а также конвертировать до 20 тыс. юаней для вывоза за границу². Но эти послабления ситуацию принципиально не изменили, и сбережения населения продолжают удерживаться внутри финансовой системы Китая.

Инвестиции в ценные бумаги для населения обладали повышенной привлекательностью в связи еще с одной особенностью народного хозяйства КНР. Характерная для Китая слабая система социальной защиты, в

¹ Которая, в свою очередь, являлась следствием осознанной политики властей по созданию у менеджмента государственных предприятий стимулов к приватизации и выходу на рынок. Политэкономический анализ данного феномена был проведен в работе: Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. P. 389–424.

² Рубцов Б.Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2008. № 12.

первую очередь низкое распространение пенсионной защиты в обществе, стимулирует население к самостоятельному накоплению капитала, который можно будет использовать в старости после утраты трудоспособности. Инвестиции в акции в данном случае для такой цели подходят как нельзя лучше.

В Китае еще до начала рыночных реформ осуществлялась государственная политика, направленная на поддержание роста нормы сбережений за счет искусственного ограничения производства товаров народного потребления. Постоянно работал механизм «максимизации производственного накопления в ущерб непроизводственному»¹. Строго говоря, с началом рыночных реформ эта традиция не изменилась. Единственным значимым изменением стала переориентация потоков сбережений населения на организованный биржевой рынок после всплеска ажиотажного спроса на акции и другие финансовые активы, случившегося в конце 1980-х – начале 1990-х годов еще до формирования фондовых бирж.

За период 1993–2002 гг. количество счетов индивидуальных инвесторов выросло с 8 млн до 68 млн², после чего наметились замедление темпов роста данного показателя и его стабилизация на уровне около 73 млн счетов (см. *рис. 10*).

Стабилизация данного показателя, как представляется, была одной из побудительных причин для китайского руководства пойти на серьезное реформирование финансового рынка Китая с 2002 г., в ходе которого, с одной стороны, были задействованы возможности привлечения иностранных портфельных инвестиций, замещающих недополученные инвестиции домохозяйств, а с другой – введены в действие дополнительные факторы, способные стимулировать дальнейший рост количества частных инвесторов, использующих свои сбережения на финансовом рынке.

В результате после достаточно продолжительного периода замедления и стабилизации количества счетов индивидуальных инвесторов их рост возобновился, причем взрывным образом, что и стало, на наш взгляд, одной из важнейших причин резкого роста капитализации и объема торговли акциями в Китае в 2007 г. Тогда количество счетов индивидуальных инвесторов увеличилось на 77% по сравнению с предыдущим годом, капитализация выросла в 4 раза, годовой объем биржевой торговли акциями – в 5,3 раза.

¹ Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996–2050 гг.) / отв. ред. М.Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002. С. 15.

² Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 333.

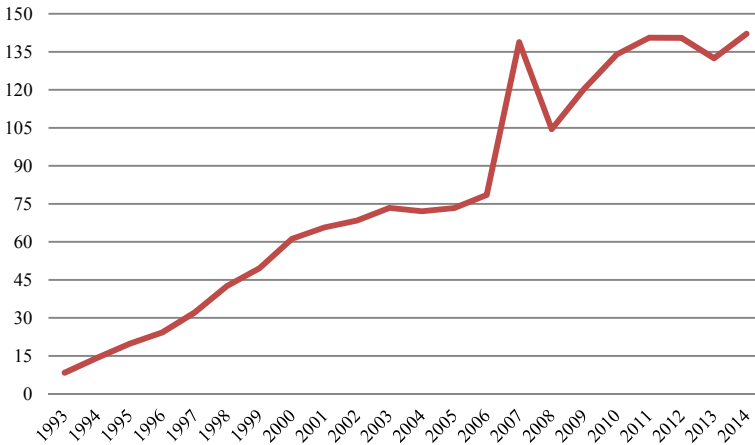


Рис. 10. Количество действующих (valid) брокерских счетов, зарегистрированных на биржах Китая (99% принадлежат частным инвесторам), млн

Источник: National Bureau Statistics of China. China Statistical Yearbooks (1996–2015). URL: <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData>.

Важность участия домохозяйств в формировании инвестиционного спроса в Китае в значительной мере обусловлена сложившимся характером китайского экономического роста, заключающегося, в частности, в необходимости постоянного поддержания (и, желательно, постоянного роста) нормы накоплений и соответственно (в условиях постоянного повышения роли внутренних источников в совокупном объеме инвестиций¹) нормы сбережений. Между тем с 1994 по 2000 г. норма сбережений сокращалась² (см. *рис. 11*), что негативно сказывалось на экономической

¹ Прямые иностранные инвестиции в Китай, традиционно с 1978 г. рассматривавшиеся как основной источник инвестиционных ресурсов, после достижения пика в структуре накоплений основного капитала китайских предприятий в 1997 г. на уровне 14,45% неуклонно снижались, и к 2002 г. этот показатель составил 10,01% и продолжил снижаться в дальнейшем.

² В связи с этим следует указать на одну особенность официальной китайской статистики, заключающуюся в том, что происходит постоянный пересмотр нормы сбережений в сторону увеличения при публикации данных о норме накоплений (обычно следует позже публикации нормы сбережений). В результате такого пересмотра норма сбережений продолжает оставаться в последние годы выше нормы накоплений. Но если использовать ранее опубликованные данные, то норма сбережений оказалась бы ниже нормы накоплений. При

динамике (темпы прироста ВВП Китая снизились с 14,0–14,2% в 1992–1993 гг. до 7,6–7,8% в 1998–1999 гг. и 8,3–8,4% в 2000–2001 гг.¹).

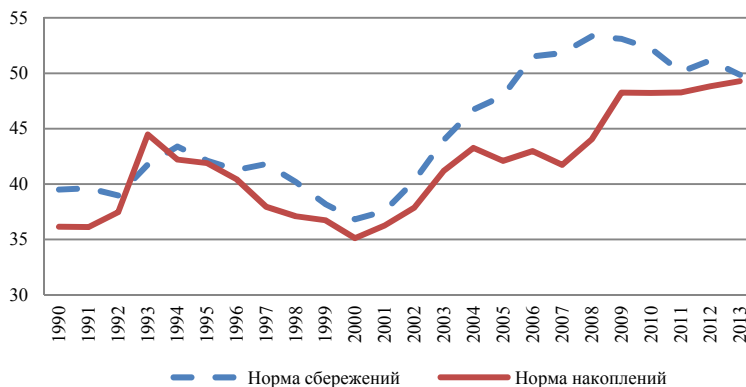


Рис. 11. Динамика нормы сбережений и нормы накоплений в КНР (% ВВП)

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка.

Как представляется, опыт Китая по переходу к опоре на население как основного инвестора на китайском рынке акций крайне актуален для современной российской ситуации. Санкции, приведшие к практически полному уходу иностранных инвесторов, делают население единственным потенциально крупным инвестором на российском фондовом рынке в ближайшие годы, и от способности государства привлечь сбережения домохозяйств на этот рынок в значительной мере зависит не только будущее этого рынка, но и будущее всей российской экономики, нуждающейся в инвестициях.

Высокая (по сравнению с развитыми рынками и с другими крупными развивающимися рынками) доля населения в структуре инвесторов и в структуре сделок на рынке акций предопределяет и высокую волатильность китайского рынка акций. Некоторые исследователи полагают, что

этом пересматривается весь ряд исторических значений нормы сбережений, что с определенного времени повлекло за собой необходимость пересматривать и исторический ряд нормы накоплений.

¹ Рассчитано по данным базы данных Всемирного банка World DataBank (URL: <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>).

высокая доля населения на фондовом рынке Китая «формирует такие характерные черты фондового рынка Китая, как «народность» и чрезмерная спекулятивность»¹.

Наметившееся в 1990-е годы снижение темпов экономического роста, сопровождавшееся возникновением относительного недостатка источников финансирования инвестиций (как иностранных, так и бюджетных²), заставило обратиться к финансовому рынку как к потенциально более крупному источнику инвестиционных ресурсов и начать новую серию реформ финансового рынка.

5.2. Реформа финансового рынка Китая в 2002–2006 гг.

Вторая реформа финансового рынка в Китае началась в 2002 г., хотя ее отдельные мероприятия проводились еще в 2001 г. Следует отметить, что в отличие от первой реформы какого-то одного специального решения на высшем партийном уровне о новой реформе финансового рынка не принималось, несмотря на то что новая реформа финансового рынка стала неизбежна в связи с теми задачами, которые были поставлены на 3-м Пленуме ЦК КПК 16-го созыва в области развития акционерной формы собственности и повышения эффективности каналов перехода собственности³. Новая реформа стала органичной частью перехода от третьего этапа реформ в рамках «Политики реформ и открытости» («Социалистическая рыночная экономика») к четвертому этапу («Совершенствование социалистической рыночной экономики»), провозглашенному на 3-м Пленуме ЦК КПК 16-го созыва.

Отличие от предыдущей реформы состояло в значительно большем внимании к развитию фондового рынка, программа реформирования которого удостоилась в 2004 г. отдельного лозунга от Госсовета («девять

¹ Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 36.

² Доля средств государственного бюджета в накоплении основного капитала китайских предприятий устойчиво снижалась с 28,1% в 1981 г. до 2,7% в 1996 г. Но затем, в условиях относительной нехватки иностранных инвестиций и внутренних частных инвестиций для финансирования интенсивного экономического роста, доля государственного бюджета в накоплении основного капитала китайских предприятий вновь начала расти, достигнув уровня 7,0% в 2002 г. [см.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 278–279]. Такой уровень был неприемлем для государства, так как отвлекал ресурсы от финансирования других направлений, традиционных с точки зрения бюджетного финансирования (социальные нужды, оборона, обеспечение правопорядка).

³ Постановление ЦК КПК по некоторым вопросам совершенствования системы социалистической рыночной экономики. 15 октября 2003 г. Режим доступа: URL: http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015_81886.html

рекомендаций»)¹. При этом реформа банковской системы в значительной мере была ориентирована на возможности, которые дает фондовый рынок для развития банковской системы Китая.

5.2.1. Реформа банковского сектора

Основные направления реформы банковского сектора включали следующее:

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

Необходимо отметить, что эти направления были тесно связаны между собой, и достижения по одному направлению позволяли успешно решать задачи по другим направлениям. С точки зрения влияния на достижения конечных целей по направлениям ключевым элементом реформы банковской системы Китая в 2002–2006 гг., безусловно, выступали меры по выводу банков на фондовую биржу.

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

- повышение резервных требований, нацеленное на создание действенных ограничений на выдачу кредитов, которые могут стать «плохими» (реализовано в 2004 г.);
- передача «плохих» кредитов с балансов коммерческих банков четырем специально созданным компаниям по управлению банковскими активами².

Однако, кроме собственно этих специальных инструментов, в ходе реформы банковского сектора 2002–2006 гг. сильное воздействие на снижение доли «плохих» кредитов сыграли меры по акционированию коммерческих банков и выводу их на фондовый рынок. Эти меры привели к значительному росту рентабельности банков, в результате чего банки получили возможность за счет резко возросшей прибыли решительнее работать с «плохими» кредитами. Ряд исследователей отмечают, что высо-

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 299.

² Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms. Economics Department Working Papers № 747. OECD, 2010. P. 8.

кую рентабельность банков в этот период, кроме повышения эффективности вследствие начала функционирования в соответствии рыночными правилами, обеспечил также высокий уровень банковской маржи, сложившийся в значительной мере в результате повышенного спроса на кредитные ресурсы в условиях быстрого роста китайской экономики¹. Меры по повышению достаточности капитала также способствовали снижению доли проблемных кредитов в активах, так как рост достаточности капитала достигался в основном за счет роста собственного капитала и мультиплицированного роста активов, в рамках которого благодаря мерам по изменению политики резервирования потенциально «плохие» кредиты встречались крайне редко.

В результате доля «плохих» кредитов в общем объеме банковских активов в Китае снизилась с 17,9% по состоянию на конец 2003 г. до 1,8% на конец 2009 г.², что в сочетании с ростом банковского капитала значительно увеличило возможности банков по кредитованию национальной экономики.

Повышение капитализации китайской банковской системы проводилось различными методами. Если в начале реформы использовались в основном методы, больше свойственные для первой реформы китайского финансового сектора (так, в 2003 г. была проведена рекапитализация Банка Китая (ВОС) и Китайского строительного банка (ССВ) за счет валютных резервов)³, то впоследствии на первый план вышли методы, предполагавшие использование возможностей фондового рынка. Это в значительной мере было продиктовано необходимостью укрепления конкурентоспособности китайских банков при выполнении условий вступления в ВТО⁴.

Был взят курс на акционирование крупнейших банков, что предполагало их преобразование в публичные компании, подготовку к выходу на биржу и само прохождение процедуры листинга крупнейшими коммерческими банками. В 2004 г. был акционирован Банк Китая (ВОС). В 2005 г. был осуществлен листинг на биржах акций Индустриального и коммерческого банка Китая (ICBC), Банка связи (Bank of Communications) и Китайского строительного банка (ССВ), в 2006 г. – акций Банка Китая. В 2009 г. был акционирован, а в 2010 г. прошел листинг Сельскохозяйственный банк Китая (АВС).

¹ Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms. Economics Department Working Papers № 747. OECD, 2010. P. 8.

² Ibid. P. 6.

³ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 266.

⁴ Там же.

В ходе акционирования и капитализации крупнейших банков был привлечен крупный иностранный инвестор – Гонконгско-Шанхайская банковская корпорация (HSBC), являвшаяся на тот момент одним из крупнейших в мире банковских холдингов. HSBC приобрел¹ крупные миноритарные пакеты (до 35%) в крупнейших китайских банках, что обеспечило, во-первых, существенный рост капитала этих банков, во-вторых, импорт самых передовых банковских технологий, в том числе технологий банковского менеджмента и корпоративного управления, а в-третьих, открыло для крупнейших китайских банков широкие возможности для реализации совместных проектов как в Китае, так и на глобальном уровне.

Важным элементом повышения инвестиционной привлекательности китайских коммерческих банков как эмитентов ценных бумаг стало совершенствование корпоративного управления. В 2006 г. состоялось внедрение в практику их работы «Руководства по корпоративному управлению в банках с государственным участием», разработанного Комиссией по регулированию банковской деятельности;

Все эти меры, кроме собственно достижения целей акционирования и листинга крупнейших банков, а также расширения доступа иностранного капитала в китайскую банковскую систему, обеспечили также резкое повышение уровня достаточности капитала в китайской банковской системе. За 5 лет (с 2003 г. до конца 2008 г.) количество банков, соответствующих уровню достаточности капитала в 8%, рекомендованному Банком международных расчетов (BIS), выросло с 8 банков, на которые приходилось менее 1% активов банковской системы, до 204, на которые приходилось 99,9% активов банковской системы².

Приход иностранных коммерческих банков в Китай начался в 2006 г. В ноябре 2006 г. Госсовет КНР издает Декрет № 478 по регулированию иностранных коммерческих банков, в котором устанавливаются два типа регулирования для двух типов банков: для банков с иностранным капиталом (Foreign Funded Banks) и совместных иностранных банков (China Foreign Joint Venture Banks). Несмотря на общие с китайскими банками

¹ Через свою дочернюю структуру HKSCC Nominees Limited (выступала в качестве номинального держателя акций, приобретенных на Гонконгской фондовой бирже).

² Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms. Economics Department Working Papers № 747. OECD, 2010. P. 6.

разрешенные операции¹, для иностранных банков устанавливались более жесткие требования к размеру собственного капитала².

В отличие от предыдущих направлений реформы банковской системы, по направлению привлечения иностранных капиталов в банковскую систему результаты оказались не столь впечатляющими. Наряду с однозначным выигрышем крупнейших китайских банков от вхождения в их капитал HSBC, агрегированные результаты данной политики по итогам второй серии реформ оказались более чем скромными. По данным Комиссии по регулированию банковской деятельности, доля иностранного капитала в общем объеме банковских активов в Китае росла после проведенных реформ вплоть до 2007 г. (достигнув уровня в 2,38%)³, однако после этого началось заметное и устойчивое снижение данного показателя, в первую очередь за счет закрытия филиалов иностранных банков. В итоге в 2014 г. данный показатель составил 1,62%⁴.

Ernst & Young провел опрос иностранных банков, работающих в Китае, на основе которого сформулировал основные причины столь неактивного участия иностранных банков в работе китайской банковской системы⁵:

А) в части действующего регулирования:

- высокая зарегулированность рынка;
- отсутствие доступа к быстрорастущему внутреннему рынку облигаций, занимающему уже 4-е место в мире по емкости;
- высокие минимальные требования по размеру собственного капитала и показателям ликвидности;

Б) в части операционных проблем:

- проблемы с привлечением и удержанием высококвалифицированного персонала (иностранные банки в Китае сталкиваются с очень высокой текучестью кадров);
- неблагоприятность нормативно-правовой среды, которая ведет к росту операционных издержек в ходе выполнения надзорных требований;

¹ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 330.

² Decree of the State Council of the People's Republic of China «Regulations of the People's Republic of China on Administration of Foreignfunded Banks», adopted at the 155th Executive Meeting of the State Council on November 8, 2006.

³ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 330.

⁴ China Banking Regulatory Commission 2014 Annual Report. Beijing: CBRC, 2015. P. 48.

⁵ EY survey on the «Future directions for foreign banks in China». Ernst & Young, 2014. P. 8, 19–20.

- негативные прогнозы относительно будущей рентабельности бизнеса в Китае;

В) в части рыночных условий:

- снижающийся размер маржи, предопределяющий сокращение рентабельности банковского бизнеса;
- трудности с привлечением и удержанием выгодных розничных клиентов;
- рост конкуренции со стороны китайских банков.

Эти проблемы остались нерешенными в ходе второго этапа реформ китайского финансового рынка и стали предметом для последующих реформ.

5.2.2. Цели и основные направления реформ на рынке капитала 2002–2006 гг.

Целями второй волны реформ на рынке капитала назывались:

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

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

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

Фактически вторая волна реформ рынка капитала началась с конца 2002 г. Лишь в 2004 г. появились «девять рекомендаций» – полноценная правительственная концепция развития национального финансового

рынка – «Руководство по продвижению реформ, обеспечению открытости и устойчивого развития рынка капитала» («Guidelines on Promoting Reform, Opening Up and Steady Developments of the Capital Market»)¹. Данная концепция включала 9 пунктов:

1. Полное понимание важности развития рынка капитала.
2. Руководство по задачам продвижения реформ, повышению открытости и обеспечению устойчивого роста рынка капитала.
3. Дальнейшее улучшение политик по обеспечению стабильного развития рынка капитала.
4. Совершенствование системы рынка капитала и повышение разнообразия продуктов (ценных бумаг).
5. Дальнейшее улучшение качества листинговых компаний и обеспечение стандартизации их операций.
6. Обеспечение развития регулирования финансовых посредников на рынке капитала и повышение качества их услуг.
7. Повышение стройности нормативно-правовой и кредитной систем, улучшение надзора на рынке капитала.
8. Усиление координации и сотрудничества, предупреждение и сокращение системных рисков.
9. Добросовестное накопление опыта, активное и настойчивое продвижение открытости.

5.2.3. Реформа системы владения акциями

Реформа системы владения акциями встала на повестке дня, как только стало ясно, что ярко выраженная сегментация рынка акций (наличие многочисленных классов акций, каждый из которых налагал свои ограничения на структуру потенциальных владельцев) становится значимым ограничителем для дальнейшего роста и развития этого рынка.

Первым шагом в рамках данной реформы стало открытие с 1 декабря 2002 г. рынка акций класса «А» для иностранных инвесторов. Механизмом доступа иностранных инвесторов к рынку акций класса «А» стали специально учреждаемые инвестиционные фонды, создаваемые иностранными финансовыми организациями, соответствующие статусу QFII (квалифицированные институциональные иностранные инвесторы). Лицензионные требования к таким институтам были предъявлены весьма высокие:

- опыт работы не менее 5 лет;

¹ Guidelines on Promoting Reform, Opening Up and Steady Developments of the Capital Market – China Securities Regulatory Commission. 29.07.2009.

- активы под управлением не менее 10 млрд долл.;
- оплаченный капитал не менее 1 млрд долл. (если на статус QFII претендует брокерско-дилерская компания; если это банк, то он должен был входить в число 100 крупнейших в мире).

К иностранным инвесторам, инвестирующим посредством данного механизма, предъявлялись также требования, нацеленные на предотвращение интенсивного оттока инвестированных капиталов. Репатриация инвестированных капиталов допускалась только через 3 года, при этом транши репатриации, разнесенные по времени на несколько месяцев, не могли превышать 20% инвестированных сумм¹.

Вторым шагом в 2006 г. стало предоставление иностранным инвесторам права становиться стратегическими инвесторами во вновь прошедших регистрацию компаниях, а также в компаниях, осуществлявших реформу в области акций, не обращающихся на рынке.

5.2.4. Реформа не обращающихся на рынке акций

Реформа не обращающихся на рынке акций стала вторым важнейшим инструментом борьбы с сегментацией рынка акций. Суть реформы не обращающихся на рынке акций состояла в обмене не обращающихся на рынке акций и warrants на них их владельцами на торгуемые акции. После проведения реформы торговые операции с не обращающимися на рынке акциями ограничивались, и вывод этих акций на рынок происходил постепенно, чтобы избежать сильных колебаний рыночных цен. От 5 до 10% этих акций могли быть проданы на рынке в течение одного года, после чего остальное количество становится торгуемым за два или три раза в течение последующих лет². При этом миноритарные акционеры получают компенсацию за то, что государство выбрасывает на рынок принадлежащие ему пакеты ранее нерыночных акций, в результате чего рынок таких акций мог серьезно снизиться³. Инициатива по проведению данной реформы была возложена на компании, включенные в котировальные листы бирж. Наиболее активная фаза данной реформы пришлась на 2006–2007 гг.

¹ Рубцов Б.Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2008. № 12.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 299.

³ Подробнее о реформе не обращающихся на рынке акций см.: Бергер Я.М. Экономическая стратегия Китая. М.: ИД «ФОРУМ», 2009. С. 245–247.

Реформа не обращающихся на рынке акций стала мощным фактором роста free float. До ее начала, по оценкам Ernst & Young, 62% всех выпущенных акций были неторгуемыми (не обращающимися на рынке)¹. Доля акций в свободном обращении в 2006–2007 гг. колебалась на уровне 28%, в 2009 г. она достигла 62%, а в 2013 г. – почти 85% (использованы оценки суммарной капитализации и капитализации акций в свободном обращении по методике CSRC – Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг)².

5.2.5. Новое корпоративное законодательство, повышение прозрачности, реформа листинга и правил биржевой торговли

В 2002 г. был обнародован Кодекс корпоративного управления для листинговых компаний (Code of Corporate Governance for Listed Companies)³. Как и в России, многие положения этого кодекса, вошедшие в реальную практику эмитентов корпоративных ценных бумаг, стали впоследствии законодательными требованиями. Однако, в отличие от России, в Китае этот процесс занял намного меньше времени. Уже в 2005 г. были приняты новые законы о ценных бумагах и о компаниях (Securities Law and Company Law). Оба закона в новых редакциях вступили в силу с 1 января 2006 г.

Наиболее существенными усовершенствованиями в области корпоративного права, введенными Законом о компаниях с 1 января 2006 г., стали⁴:

- упрощение процесса создания компаний;
- расширение прав миноритарных акционеров;
- ужесточение требований к корпоративному управлению для публичных компаний;
- улучшение защиты прав кредиторов;

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 301.

² Рассчитано по данным China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report (p. 83) и National Bureau Statistics of China. China Statistical Yearbooks (1996–2013).

³ Fulin S. China's Capital Markets: Review and Expectation. London School of Economics. November 17, 2006.

⁴ Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 116–117.

- предоставление работникам права участвовать в управлении компаниями¹.

Вопрос прозрачности структуры собственности в Китае долгое время не был актуальным, так как практически во всех компаниях, выведенных на биржу, доминирующим собственником оставалось государство. Однако с развитием фондового рынка, с расширением процесса приватизации и с выходом на биржу независимых частных компаний этот вопрос актуализировался, он стал источником для многочисленных скандалов, связанных с манипуляциями акциями². Для разрешения этой проблемы Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг в 2005 г. ввела в действие нормативные требования о раскрытии информации о бенефициарах (контролирующих акционерах) компании, о взаимосвязях между контролирующими акционерами, их дочерними и материнскими компаниями, участвующими в структуре собственности компании, а также об акционерах, владеющих 10% акций.

В развитии Закона о компаниях Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг разработала «Правила раскрытия информации для публичных компаний». Спецификой этого нормативного документа, в определенной степени отличающегося от аналогичных нормативных документов в других странах, стало возложение ответственности за надлежащее раскрытие информации (включая подлинность, точность, своевременность, полноту и достоверность раскрываемой информации) на ряд лиц, занимающих перечисленные в документе должности в корпорациях, – на председателя совета директоров, генерального директора и секретаря совета директоров³.

Требования по раскрытию информации стали основой для модернизации правил листинга и правил торговли на китайских фондовых биржах. В 2006 г. на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах были введены новые правила ведения торгов и новые правила листинга.

Фондовые биржи в дополнение к обязательным требованиям в части раскрытия информации и защиты прав инвесторов, установленным регулятором, формулируют многочисленные требования, которые являются обязательными для допуска ценных бумаг к торговле. Значительная

¹ Последнее нововведение было отчасти вне логики предшествующего развития корпоративного управления в Китае, которое ориентировалось преимущественно на американские стандарты корпоративного управления. Данное нововведение, напротив, имело явные корни в германской традиции корпоративного управления, тем не менее не нарушило стройности систем корпоративного управления в Китае.

² Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 130.

³ Там же. С. 116–117.

часть требований правил листинга, установленных биржами, нацелена на обеспечение прозрачности эмитентов.

Реформа листинга стала основой для отмены системы квотирования выпуска корпоративных облигаций¹. На рынке корпоративных облигаций система квотирования была установлена в 1993 г. Ежегодно Госсовет КНР распределял квоты между предприятиями центрального и местного подчинения, а также между различными секторами экономики. Исходя из этого (и с учетом приоритетов государственной структурной политики), Государственный комитет по реформе и развитию занимался распределением квот среди отдельных компаний. В 2007 г. система государственного квотирования корпоративных облигационных займов была отменена. Теперь, после модернизации системы листинга, эмиссию может осуществить любая компания, отвечающая установленным критериям².

Кроме того, были внесены изменения в правила торговли, нацеленные на обеспечение гарантированного исполнения эмитентами правил раскрытия информации. Так, ценные бумаги компаний, не успевших раскрыть всю информацию в установленные сроки, отстраняются от биржевой торговли до выполнения всех требований по раскрытию информации. Биржи также начинают осуществлять контроль за раскрытием информации публичными компаниями, включая оценку полноты и достоверности этой информации.

Важным фактором повышения прозрачности китайских корпораций стала принятая в 2006 г. поправка к Уголовному кодексу, в соответствии с которой виновные в мошенничестве с финансовой отчетностью, в распространении ложной финансовой информации, подпали под действие Уголовного кодекса, и им стало грозить серьезное наказание в виде лишения свободы сроком до 3 лет.

Иностранные наблюдатели исключительно высоко оценили значение усилий китайского государства по улучшению корпоративного управления и повышению прозрачности китайских корпораций. По мнению Ernst & Young, чрезвычайно быстрый рост китайского рынка акций в 2006–2007 гг.³ произошел благодаря усилиям государства по двум направлениям: реформа не обращающихся на рынке акций и улучшение корпоративного управления⁴.

¹ О модернизации системы квотирования эмиссии акций подробно будет сказано далее.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 77.

³ По итогам 2007 г. капитализация китайского рынка акций выросла в 11 раз по сравнению с концом 2005 г.

⁴ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 316.

5.2.6. Новые стандарты финансовой отчетности

Китайские стандарты бухгалтерского учета, действовавшие в начале 2000-х годов, разрабатывались в социалистический период, когда единственным собственником предприятий являлось государство. Эти стандарты оказались неприменимы для управления корпорациями в условиях рыночной экономики. Поэтому в ходе реформы 2002–2006 гг. китайские корпорации осуществляют постепенный переход на новые стандарты, близкие к международным стандартам финансовой отчетности (IAS)¹. В феврале 2006 г. Министерство финансов Китая внесло изменения в Стандарты отчетности для коммерческих организаций, утвердив один базовый стандарт и 38 новых конкретных стандартов и принципов. Новые стандарты оказались близкими не только к международным стандартам финансовой отчетности, но и к Стандартам финансовой отчетности Гонконга, что стало фактором минимизации транзакционных издержек при проведении двойного листинга на материковом Китае и в Гонконге.

Вместе с тем данное решение, в отличие в том числе от российских методов перехода на МСФО, оказалось, с одной стороны, адресным, так как было нацелено на публичные компании, а с другой – крайне экономным с точки зрения всего массива китайских компаний (для 99% всех китайских компаний, которые не торгуются на бирже, использование новых, аналогичных МСФО стандартов не является обязательным). В соответствии с этими новыми стандартами должны были вести свою финансовую отчетность: с 1 января 2007 г. – зарегистрированные на китайских фондовых биржах компании; с конца 2009 г. – государственные предприятия, находящиеся под контролем центрального правительства, и некоторые компании среднего размера².

5.2.7. Создание Фонда защиты инвесторов и другие мероприятия по защите интересов розничных инвесторов

Во второй половине 2005 г. в Китае был открыт Фонд защиты инвесторов на рынке ценных бумаг (SIPF)³. На момент учреждения он обладал оплаченным капиталом в размере 6,3 млрд юаней (по курсу на тот момент

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 316.

² Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблшерз, 2010. С. 127–128.

³ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 299.

– 0,8 млрд долл.). Управлялся он Китайской корпорацией по защите инвесторов. Председатель совета директоров утверждался Госсоветом на основе представления Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг.

Источниками формирования доходной части бюджета Фонда стали¹:

- часть (20%) комиссионных доходов фондовых бирж;
- часть (от 0,5 до 5%) операционных доходов профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- процентные платежи от сумм, временно заблокированных в процессе подписки на акции, и конвертируемые облигации;
- выручка от продажи компаний, прошедших процедуру банкротства;
- пожертвования китайских и иностранных физических и юридических лиц.

В структуре доходной части бюджета Фонда ведущая роль принадлежит взносам профессиональных участников рынка ценных бумаг². Это представляется вполне справедливым, так как именно на компенсации убытков инвесторов, полученных в результате ошибок или преднамеренных недобросовестных действий этой группы участников финансового рынка, идет большая часть выплат данного Фонда.

Создание Фонда защиты инвесторов имеет исключительно высокую значимость для китайского фондового рынка с учетом таких двух важнейших его специфических черт, как высокая доля частных мелких инвесторов на рынке акций и высоковолатильный характер динамики китайских фондовых индексов. В этих условиях, с одной стороны, исключительно высока вероятность получения мелкими инвесторами потерь, связанных не только с их собственными ошибками, но и с ошибками и недобросовестными действиями финансовых посредников, а с другой – для всей китайской экономики, для стабильности финансового сектора исключительно важно не допустить массовой паники, массового бегства инвесторов с фондового рынка. Именно поэтому создание Фонда можно расценивать как ключевой элемент реформ 2002–2006 гг.

Кроме создания Фонда защиты инвесторов, были осуществлены также другие меры, направленные на защиту интересов внутренних частных инвесторов. Среди важнейших мер в данном случае традиционно называют реформу не обращающихся на рынке акций, которая была описана выше. Кроме этого, следует выделить:

- расширение прав миноритарных акционеров в рамках реформы корпоративного законодательства;

¹ Рубцов Б.Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2009. № 2.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 144.

- введение в законодательство и в нормативные документы регулятора, регламентирующие новые эмиссии акций корпораций, уже представленных на бирже, специальных норм, которые нацелены на предотвращение размывания капитала в ущерб миноритарным акционерам и сокращения их дивидендных доходов в ситуации размещения новых акций;
- введение обязательного разделения (сегрегации) собственных средств брокеров и средств клиентов;
- введение в правила торговли фондовых бирж положений, направленных на сокращение потерь инвесторов, полученных в результате биржевой паники, а также на информирование мелких инвесторов о повышенных рисках инвестирования.

Расширение прав миноритарных акционеров было осуществлено в первую очередь в части возможности их участия в управлении обществом. В Китае традиционно активность миноритарных акционеров была невелика, что напрямую связано с преобладанием государства в структуре акционерного капитала большинства крупных корпораций. В рамках нового корпоративного законодательства были созданы правовые предпосылки для активизации миноритарных акционеров. Так, при наличии пакета акций не менее 1% акционеры с 2005 г. получили право выдвигать своих представителей в совет директоров; владельцы пакетов акций в 3% и более получили право вносить вопросы в повестку дня собрания акционеров¹.

Среди норм, введенных в законодательство и в нормативные документы регулятора и нацеленных на предотвращение размывания капитала в ущерб миноритарным акционерам и сокращения их дивидендных доходов, были, в частности, следующие ограничения. Размер дивидендов после эмиссии новых акций должен быть аналогичен размеру дивидендов, которые могли бы быть получены на персональном банковском депозите². Дивидендные выплаты должны производиться регулярно в объеме не менее 20% чистой прибыли³. Выпущенные акции должны предлагаться всем зарегистрированным

¹ Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 118.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 304.

³ Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 69.

акционерам. Их стоимость не может превышать 30% всех существующих акций¹.

При введении в правила торговли фондовых бирж положений, направленных на сокращение потерь инвесторов, понесенных в результате биржевой паники, было, в частности, установлено ограничение на максимальное дневное изменение цены. Согласно новым правилам, цена акций может меняться в пределах 10% котировок на момент официального завершения торгов днем ранее.

Соответственно при наступлении такой ситуации возникала обязанность проводить публичное оповещение. Требование публичного оповещения устанавливало, что компании, акции которых росли или снижались в цене более чем на 10% три дня подряд, должны выступить с публичным заявлением, включающим раскрытие любой информации, способной повлиять на цену. Компании, акции которых росли или снижались более чем на 7% ежедневно в течение 5 дней, должны раскрыть информацию о пяти основных участниках торгов. Наблюдатели должны следить за котировками акций и выявлять случаи инсайдерской торговли или незаконного установления цен.

В целях информирования инвесторов о повышенных рисках инвестирования было введено требование к биржам особым образом помечать акции в котировальном листе, характеризующиеся повышенным риском. Публичные компании, сообщившие об убытках в течение двух лет подряд, а также компании, чьи чистые активы из расчета на акцию упали ниже номинала, должны использовать сокращение 'ST' перед котировками для обозначения повышенной рискованности. Для таких компаний устанавливается более узкий диапазон колебания цены акций в пределах одного торгового дня².

Перечисленные выше меры по повышению уровня защиты инвесторов касаются в основном рынка акций. Столь же актуальной потребности в защите интересов мелких частных инвесторов на рынке облигаций Китая не было – их присутствие на этом сегменте финансового рынка минимально. По состоянию на конец 2008 г. частные инвесторы держали облигаций на сумму около 3,7 млрд юаней³, что сопоставимо со статистической погрешностью.

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 304.

² Там же. С. 313.

³ Афонина С.Г., Ван Цзян, Лапшин В.А. Общий обзор китайского рынка облигаций [Электронный ресурс]: препринт WP16/2013/01. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. С. 24.

5.2.8. Реформа IPO (развитие первичного рынка акций)

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

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

- дополнение административных методов квотирования рыночными (с привлечением финансовых организаций);
- установление спонсорской системы в подготовке и проведении IPO, повышение ответственности андеррайтера, в том числе не только в части гарантирования размещения;
- расширение круга компаний, имеющих право выхода на IPO, за счет молодых компаний, а также создания возможностей для вывода на рынок материнских (холдинговых) компаний;
- повышение гибкости механизмов определения цен размещения;
- внедрение в практику двойных листингов (на внутренней и на иностранной бирже).

Строго говоря, реформа рынка IPO началась в 2001 г. (т.е. еще до начала движения по другим направлениям реформы финансового сектора Китая в 2002 г.) с реформы системы квотирования. До этого Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг устанавливала годовую квоту на выпуск (публичное размещение) новых акций. Распределение всей национальной квоты проводилось по территориально-отраслевому признаку, когда в рамках этой квоты министерства, с одной стороны, и территориальные органы власти (провинции, муниципалитеты) – с другой, распределяли квоты вплоть до отдельных предприятий, желающих выйти на IPO. Естественно, что при такой системе процветал фаворитизм, и в квоты включались совсем не те компании, которые, во-первых, имели соответствующие желание и возможность привлечь инвестиции, а во-вторых, были бы интересны инвесторам.

Еще одной характерной чертой системы административного квотирования являлось постоянное значительное несовпадение размеров годовой квоты и объема реально проведенных IPO. Так, в 1996 г. при начальной квоте в 5,5 млрд юаней и пересмотренной квоте в 10 млрд юаней суммарный годовой объем IPO составил 22,4 млрд юаней. В 1997 г. при начальной квоте в 10 млрд юаней и пересмотренной квоте в 15 млрд, а затем 30 млрд юаней суммарный годовой объем IPO составил 65,5 млрд юаней¹. Такое несовпадение показывало несостоятельность самой системы административного квотирования, что и стало существенным аргументом в пользу замены этой системы.

В 2001 г. были внесены изменения: действовавшие ранее административные методы квотирования были дополнены (а фактически заменены) рыночными, предполагающими привлечение к процессу финансовых организаций, предоставляющих услуги андеррайтинга. 16 ноября 2001 г. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг выпустила нормативный документ «Меры по регулированию IPO» («Measures for Guidance of IPO»). На новом этапе развития регулятор (Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг) распределяет квоты между крупнейшими инвестиционными банками, которые самостоятельно отбирают претендентов на размещение и затем, после утверждения квоты, выступают по отношению к ним андеррайтерами.

Итоговое утверждение списка компаний, допущенных к IPO, по-прежнему осуществлял регулятор. Но и на этом этапе формирования квоты начали использовать профессиональные суждения наиболее авторитетных специалистов данного рынка. С 2001 г. при регуляторе действует специальный совещательный орган – Комиссия по вопросам публичных размещений ценных бумаг, состоящая из 25 экспертов и выносящая рекомендации по заявкам путем голосования².

Квоты на проведение SPO устанавливаются совместно Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг, Народным банком Китая и Государственным комитетом по реформе и развитию³.

В Китае была традиционно предусмотрена ответственность андеррайтера за успешное размещение выпущенных акций. Такой жесткий вариант гарантирования андеррайтинга предусматривает более важную роль андеррайтера в процессе подготовки и проведения публичного размеще-

¹ Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. P. 403.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 39.

³ Там же. С. 73.

ния, но вместе с тем обеспечивает гораздо большую долю доходов от андеррайтинга в структуре доходов универсальных компаний по ценным бумагам (инвестиционных банков).

В ходе второй реформы финансового сектора Китая зона ответственности андеррайтеров была расширена. Поручительство андеррайтера теперь предполагает также, что при подаче эмитентом в Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг заявки на проведение публичного размещения акций необходимо представить рекомендательное письмо поручителя, которым, как правило, становится главный андеррайтер размещения. При этом проведение дью дилидженс¹ в отношении эмитента становится не просто обязательным, но еще и подконтрольным для регулятора. Андеррайтер несет ответственность за надлежащее состояние документации эмитента, при этом он продолжает осуществлять функции финансового консультанта на определенный период времени и после размещения².

Расширение ответственности и роли андеррайтеров в процессе IPO в законодательном плане привело к установлению в Китае спонсорской системы при подготовке и проведении IPO. Следует уточнить, что термин «спонсор» в данном случае указывает не на предоставление какой-либо финансовой помощи или финансового содействия, а лишь на принятие определенных обязательств по добросовестному выполнению функций андеррайтера и ответственности за их неисполнение. Близким по смыслу термином в данном случае выступает термин «листинговый агент».

Установление спонсорской системы было осуществлено в 2003–2006 гг., отдельные ее элементы совершенствовались вплоть до 2008 г. Сначала 28 декабря 2003 г. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг выпустила «Временные меры по спонсорской системе при выпуске и листинге ценных бумаг» («Provisional Measures of Sponsor System on Securities Issuance and Listing»). Затем новые меры были закреплены в новой редакции Закона о ценных бумагах (вступившей в действие с 1 января 2006 г.).

В мае 2006 г. были установлены требования к дью дилидженс – опубликовано «Руководство для спонсоров по дью дилидженс» (Due Diligence Guidelines for Sponsors), – обязавшие спонсоров проводить исследования

¹ Due Diligence (англ. – должная добросовестность) – процедура составления объективного представления об объекте инвестирования (в данном случае – акций эмитента, выходящего на IPO), включающая оценку инвестиционных рисков, оценку справедливой стоимости предлагаемых акций на основе нескольких альтернативных методов оценивания, всестороннее исследование деятельности компании, комплексную проверку ее финансового состояния и положения на рынке и оценку перспектив развития.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 69–71.

условий, фактов и информации, которые обладают наибольшей важностью для инвесторов в процессе принятия решений об инвестициях. В дальнейшем, закрепляя рыночную ориентацию механизмов эмиссии ценных бумаг, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг пересмотрела «Временные меры по спонсорской системе при выпуске и листинге ценных бумаг», которые в новой редакции под названием «Меры по управлению спонсорской системой при выпуске и листинге ценных бумаг» были введены в действие с 1 декабря 2008 г., значительно усилив рыночно ориентированный механизм отбора компаний для проведения IPO¹.

В результате этих модификаций нормативно-правовой базы андеррайтер несет ответственность за предоставление недостоверных сведений об эмитенте в процессе подготовки размещения, а также в случае фальсификации отчетности, резкого ухудшения финансового положения эмитента и совершения им аффилированных сделок в течение двух лет после проведения IPO. В случае выявления фактов нарушения может последовать наказание андеррайтера вплоть до аннулирования лицензии. С 2004 г. инвестиционные банки – андеррайтеры стали также нести ответственность за раскрытие информации компаниями².

Реформа IPO привела к расширению круга компаний, имеющих право претендовать на допуск к первичному размещению. При этом требования к финансовой устойчивости и прибыльности компании остались неизменными, либерализации были подвергнуты другие параметры, в первую очередь срок существования частной компании в качестве акционерного общества до возможности подавать заявку на проведение IPO. Вместо действовавшего ранее требования о трехлетнем сроке функционирования в форме акционерного общества было установлено требование в один год³.

Реформа IPO привела к тому, что теперь новые правила позволяют крупнейшим эмитентам выводить на фондовый рынок материнские компании (а не дочерние компании с наиболее привлекательными производственными активами, как это было ранее), что также повысило привлекательность IPO как метода корпоративного финансирования для крупных холдингов.

В ходе реформы IPO были усовершенствованы механизмы определения цен размещения. Для Китая свойственно участие регулятора в определении цен размещения IPO, что было обусловлено многочисленными

¹ Chen Daisong. Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. ASLI Working Paper No. 005. Asian Law Institute, 2009. P. 11–12.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 39.

³ Там же. С. 68.

случаями завышения цен размещения акций до 2002 г. С учетом того что для китайского фондового рынка критически важную роль играет мелкий частный инвестор, который в наибольшей степени нес убытки от падения курса акций после размещения, было принято достаточно жесткое регулирование процедуры определения цены размещения.

Старая система предполагала, что цена размещения директивно устанавливалась регулятором на базе фиксированного значения коэффициента P/E (price-to-earnings ratio – отношение рыночной цены акции к годовой чистой прибыли, приходящейся на эту акцию), которое в целях обеспечения достаточного объема спроса на акции, размещаемые в ходе IPO, ограничивалось регулятором на уровне 13–15¹. Однако данный подход не позволял решить проблему значительных изменений курса акций непосредственно после IPO и соответственно проблему убытков инвесторов, участвовавших в IPO. Поэтому было принято решение о повышении гибкости системы ценообразования в процессе IPO с усилением в ней роли институциональных инвесторов.

В ходе второго этапа реформ финансового сектора Китая была установлена новая система оценки спроса на акции, предлагаемые в рамках IPO, которая предполагала движение от административного установления цены размещения в сторону рыночного ценообразования. Новая система была установлена письмом Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг «Об испытании системы оценки курсов акций, предлагаемых для IPO» (январь 2005 г.) и закреплена нормативно Стандартом № 18 по эмиссии ценных бумаг «Регуляторные требования к условиям проведения оценки цен размещения IPO и их последующего поведения». Завершилось формирование новой нормативно-правовой базы по определению цен размещения в ходе IPO введением в действие акта Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг «Управляющие параметры эмиссии и андеррайтинга ценных бумаг» («Management Measurements on the Issuance and Underwriting of Securities»)².

В соответствии с новыми правилами определение цены размещения проводилось в два этапа. Определение предварительной цены размещения на первом этапе должно опираться на две группы оценок:

- ценовой диапазон, предоставляемый андеррайтерами и со-андеррайтерами с обоснованием его справедливости;
- оценки, полученные по запросам от инвесторов.

¹ Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. P. 409–412.

² Chen Daisong. Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. ASLI Working Paper No. 005. Asian Law Institute, 2009. P. 13–14.

Компании, осуществляющие IPO, планируемый объем которого превышает 400 млн юаней, обязаны сделать запросы по предполагаемым ценам на акции у 20 различных институциональных инвесторов, имеющих одну из 3 видов лицензий (управляющие компании, компании по ценным бумагам, QFII), и у 50 иных инвесторов¹.

Первый этап завершается установлением ценового коридора. На втором этапе эмитент направляет предложения тем же инвесторам уже с учетом установленного ценового коридора. Инвесторы имеют возможность варьировать свои заявки по объему и цене в пределах диапазона, они переводят денежные средства в обеспечение подписки на специальный счет, открытый поручителем для эмитента. На основе анализа этих заявок устанавливается окончательная цена размещения².

Апробация нового порядка ценообразования началась в январе 2005 г. и была признана успешной.

Одновременно с рыночными методами в определении цены размещения сохранились некоторые ограничения, нацеленные на защиту прав и законных интересов существующих акционеров. Так, например, объем привлеченных в ходе IPO инвестиций не может превышать двойную стоимость чистых активов компании по состоянию на полностью заверченный финансовый год, предшествующий подаче заявки на проведение IPO.

Реформа IPO, осуществленная в 2002–2006 гг., привела к многократному росту объема инвестиций, привлекаемых через размещение акций на внутреннем рынке. Если в течение 2002–2004 гг. ежегодный объем IPO на китайских биржах колебался на уровне около 8 млрд долл., а в 2005 г. в связи с приостановкой IPO до завершения процесса реформы не обращающихся на рынке акций снизился до 4 млрд долл., то с 2006 г. начался феноменальный рост этого показателя. По данным Всемирной федерации бирж, в 2006 г. на китайских биржах эмитентами акций было привлечено 22 млрд долл., а в 2007 г. – уже 100 млрд долл. В последние годы данный показатель колеблется в пределах от 144 млрд долл. в год (2010 г.) до 70 млрд долл. в год (2013 г.), при этом начиная с 2010 г. объем привлечения инвестиций на первичном рынке акций на биржах материкового Китая стабильно выше аналогичного показателя на Гонконгской фондовой бирже. По объему инвестиций, привлеченных на первичном биржевом рынке за 5 лет (2010–2015 гг.), Китай вышел на твердое 2-е место в мире после США. За этот период было привлечено 798 млрд долл.

¹ Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 70.

² Там же. С. 72.

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

Еще одним немаловажным элементом реформы IPO стало внедрение практики двойных листингов – когда компания выводится одновременно на одну из национальных бирж и на иностранную биржу. Первым таким размещением стало IPO акций Индустриального и коммерческого банка Китая (ICBC) на Шанхайской и Гонконгской биржах в 2006 г. Размещение оказалось исключительно успешным: в его ходе было привлечено 20 млрд долл. США, что на тот момент времени стало мировым рекордом.

5.2.9. Реструктуризация индустрии рынка ценных бумаг

Основными направлениями реструктуризации индустрии ценных бумаг стали:

- консолидация и рекапитализация компаний по ценным бумагам, расширение спектра предоставляемых ими услуг, повышение пруденциальных требований;
- создание QFII (фондов квалифицированных иностранных институциональных инвесторов) и другие меры по расширению доступа иностранных инвесторов, финансовых организаций и эмитентов на внутренний рынок.

В Китае существует два типа компаний по ценным бумагам:

1) универсальные компании (инвестиционные банки, брокерско-дилерские компании), имеющие право выступать андеррайтерами при организации публичных размещений ценных бумаг. Их минимальный уставный капитал составляет 500 млн юаней;

2) брокерские компании (являющиеся зачастую дочерними по отношению к крупным универсальным компаниям). Их функции сводятся к торговле акциями по поручению клиентов; минимальный уставный капитал – 50 млн юаней².

¹ World Federation of Exchanges. IPO Database. Режим доступа: URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database>

² Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Паблишерз, 2007. С. 680.

Вся индустрия рынка ценных бумаг в начале 2000-х годов характеризовалась большим количеством универсальных и брокерских компаний с явным преобладанием небольших брокерских компаний.

Реструктуризация отрасли особенно активно шла с 2004 по 2007 г. В этот период при активной стимулирующей позиции государства проводилась консолидация отрасли, включая поглощение и слияние мелких компаний и рекапитализацию средних компаний по ценным бумагам. Ужесточаются и расширяются нормы пруденциального надзора, усиливается контроль за рисками¹. Ужесточение пруденциальных норм является наиболее сильным инструментом, стимулирующим участников рынка к укрупнению. В этом смысле на рынке ценных бумаг был успешно использован опыт консолидации банковской сферы, осуществленной несколько ранее.

С укрупнением компаний по ценным бумагам естественным образом расширяется спектр услуг, появляются структурированные продукты. Справедливости ради необходимо отметить, что появление структурированных продуктов в значительной мере произошло благодаря реализации программы по развитию структурированных продуктов, которая непосредственно опиралась на требования «девяти рекомендаций».

Реструктуризация компаний по торговле ценными бумагами в ходе второго этапа реформ была дополнена частичным ослаблением жесткого разграничения между коммерческим и инвестиционным бэнкингом. В 2004 г. коммерческим банкам было разрешено создавать управляющие компании инвестиционных фондов².

Одновременно постепенно расширялся доступ иностранных инвесторов и иностранных финансовых организаций на внутренний китайский финансовый рынок. В 2002 г. началась реализация программы по созданию института квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (Qualified Foreign Institutional Investors – QFIIs), которая фактически открыла доступ на китайский рынок иностранным портфельным инвестициям. В значительной мере начало реализации этой программы было обусловлено вступлением Китая в ВТО³.

В 2005 г. у иностранных эмитентов появилась возможность проводить листинг на Шанхайской фондовой бирже. Тогда же китайские компании получили право создавать SPV для слияния/поглощений зарубежных компаний.

¹ Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms. Economics Department Working Papers № 747. OECD, 2010.

² Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Паблицерз, 2007. С. 680–682.

³ Бергер Я.М. Экономическая стратегия Китая. М.: ИД «ФОРУМ», 2009. С. 243–244.

В 2006 г. вступили в силу новые правила в отношении QFII, нацеленные на привлечение иностранных управляющих активами институциональных инвесторов – пенсионными фондами, портфелями страховых компаний и фондами взаимных инвестиций. Фактически эти правила вели к ослаблению квалификационных критериев для данных типов компаний. Размер активов в управлении снижен с 10 до 5 млрд долл. В соответствии с новыми правилами существенные изменения внесены в порядок открытия счетов и репатриации доходов, а также в ограничения по инвестициям.

Правила 2006 г. позволяют банкам, оплаченный капитал которых составляет не менее 8 млрд юаней (1,1 млрд долл.), выступать в качестве депозитариев QFII. Такая же возможность предоставлена иностранным банкам, работающим в Китае не менее трех лет¹.

Тем самым в 2006 г. был сделан новый шаг по усилению открытости китайского финансового рынка и расширению доступа иностранных капиталов на этот рынок.

Усилия по реструктуризации индустрии рынка ценных бумаг дали значимые результаты, в первую очередь в части повышения устойчивости китайского рынка ценных бумаг за счет повышения доли институциональных инвесторов и соответствующего снижения доли мелких частных инвесторов. На начало 2008 г. доля институциональных инвесторов в рыночной капитализации (в части free float) рынка акций типа А составила 46% (в то время как в 2004 г. – всего 19%), что свидетельствует об успешности политики регулятора по укреплению роли институционального сектора на рынке².

5.2.10. Применение политики чередования стимулирования и дестимулирования

В период второй волны реформ на китайском финансовом рынке финансовый регулятор и денежные власти при проведении своей политики начали приспосабливать ее к текущему состоянию рынка, стремясь реагировать как на недостаточность темпов роста рынка, так и на опасность «надувания пузырей». Наиболее ярко данный подход проявился в части определения налоговой политики на финансовом рынке.

С 2003 по 2005 г. наблюдалось уменьшение активности на китайском финансовом рынке, сопровождающееся снижением ряда характеристик

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 315.

² Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009. С. 88.

его емкости. Например, уровень капитализации рынка акций в этот период сократился примерно на 20%. В 2005 г. налог с продаж, взимаемый с компаний финансового сектора (фондовые и фьючерсные биржи, инвестиционные компании, брокерские фирмы), был временно отменен. С 2005 по 2007 г. капитализация, напротив, резко выросла (почти в 13 раз). Один из ответных шагов правительства выразился не просто в возвращении налога на операции с акциями, но и в установлении его на трехкратно более высоком уровне, чем он был ранее¹.

В 2007 г. в качестве мер по сдерживанию роста рынка принимались также меры из арсенала денежно-кредитной политики (удвоение процентных ставок и четырехкратное повышение требований к банковским резервам).

Аналогичная политика чередования стимулирующих и сдерживающих мер применялась и к другим критически важным параметрам финансового рынка – к объему инвестиционного спроса со стороны населения, к объему IPO и т.д.

5.2.11. Результаты реформ 2002–2006 гг. и оставшиеся нерешенными проблемы

В работе профессора Sonia Man-lai Wong² приведено очень интересное описание особенностей китайского рынка, позволявших ему быстро развиваться, но которые стали препятствиями в начале 2000-х годов, подтолкнув реформы 2002–2006 гг. По мнению автора, китайский фондовый рынок имеет три особенные характеристики, которые обеспечивали уникальность его быстрого развития в 1990-е годы.

Первая состоит в том, что государство использует его в больших масштабах как средство привлечения инвестиций для финансирования предприятий с преобладающей долей государства (state-owned enterprises – SOEs). Как результат – большинство листингованных компаний находятся под государственным контролем, лишь треть капитала которых была продана частным инвесторам через IPO.

Вторая специфическая черта – китайский фондовый рынок развивается в условиях сдерживающего финансового режима (repressed financial regime). Данный режим реализуется через соединение капитального контроля, обеспечивающего обособленность внутреннего китайского рынка от международных потоков капитала, с административными мерами, применяемыми правительством для снижения возможной конкуренции между различными финансовыми активами (банковские депозиты, акции

¹ Бергер Я.М. Экономическая стратегия Китая. М.: ИД «ФОРУМ», 2009. С. 241.

² Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. P. 389–424.

и облигации предприятий, государственные облигации) на внутреннем рынке. В то время как капитальный контроль предотвращает отток капитала из страны, устранение конкуренции между финансовыми активами позволяет избежать роста доходности различных финансовых активов и, таким образом, поддерживать дешевизну капитала, привлекаемого для финансирования предприятий.

Третья – китайский фондовый рынок развивался в условиях слабого правового регулирования, обеспечивавшего акционерам минимальную защиту. По данному параметру Китай уступает другим переходным экономикам. Поэтому развитие китайского фондового рынка представляется исследователям, которые исходят из предположения о том, что защита акционеров является необходимым условием развития рынка капитала (в том числе Shleifer, Vishny, La Porta, Pistor, Xu и др.), уникальным и необъяснимым случаем. Но дело в том, что развитие китайского фондового рынка в 1990-е годы действительно обеспечивалось рентоориентированным поведением и спекулятивной деятельностью в гораздо большей мере, чем ориентированным на рост стоимости поведением инвесторов и реципиентов инвестиций¹.

Объясняя возможности столь широкого распространения рентоориентированного поведения, Sonia Man-lai Wong указывает, что существовало по крайней мере три институциональные особенности, которые обеспечивали дополнительную ренту, получаемую через финансирование посредством выпуска акций, и таким образом создавали дополнительные стимулы к эмиссии акций и привлечению инвестиций на рынке акций.

Во-первых, китайский фондовый рынок функционировал в условиях сдерживающего финансового режима, в рамках которого предприятия имели низкую стоимость капитала. Поэтому предприятия имели сильные стимулы привлекать инвестиции на рынке акций, получая экономическую ренту, возникающую вследствие сдерживающего финансового режима.

Во-вторых, преобладание государственной собственности в условиях курса на рыночную экономику автоматически создавало тенденцию к финансированию приватизируемых предприятий через рынок акций. В отличие от частных собственников, государство как собственник было, скорее, не собственником, а бюрократом, не способным захватывать денежные потоки и получать от них ренту. Отсутствие прав на денежные потоки приводило к тому, что оценка имеющихся в собственности активов со стороны государства была ниже, чем потенциальная оценка таких же активов со стороны частного собственника, который бы осуществлял

¹ Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. P. 391–394.

контроль над финансовыми потоками. Это приводило также к большей готовности государства продавать активы.

И наконец, слабая правовая защита акционеров также предлагала предприятиям специальную премию за финансирование через выпуск акций. Низкий уровень правовой защиты инвесторов приводил к большому спросу на финансирование через выпуск акций, так как контролирующие акционеры с большей вероятностью были способны экспроприировать часть прибыли миноритарных акционеров и сторонних инвесторов. В Китае многие контролирующие акционеры рассматривали листинговые компании в качестве «денежной коровы», от которой они могут получить выгоду за счет миноритарных акционеров¹.

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

Наиболее существенными проблемами, которые остались нерешенными на втором этапе реформ, видятся следующие:

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

5.3. Дальнейшее совершенствование китайского финансового рынка после кризиса 2008 г.

5.3.1. Цели, задачи и основные направления совершенствования китайского финансового рынка в 2008–2015 гг.

На новом этапе развития китайского финансового рынка в центре внимания органов регулирования оказались как принципиально новые за-

¹ Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3. 400–401.

дачи по дальнейшему развитию национального финансового рынка и повышению его глобальной конкурентоспособности, так и задачи, не решенные в ходе предыдущего этапа реформ. В отличие от двух предыдущих серий реформ, модернизация китайского финансового рынка после 2008 г. уже не сопровождалась в столь явном виде едиными программными документами, лозунгами и даже в большинстве случаев упоминанием термина «реформы», который постепенно заменяется на словосочетание «дальнейшее развитие».

Тем не менее решения КПК и правительства КНР в этот период неоднократно касаются вопросов развития финансового сектора. Так, например, в 2013 г. правительство опубликовало «Наставление по финансовой поддержке экономической реструктуризации и модернизации» («Guidances on Financial Support for Economic Restructuring and Upgrading»), опирающееся на решения 3-го Пленума ЦК КПК 18-го созыва по главным вопросам всестороннего углубления реформ. Оба документа призывают к тому, чтобы позволить частному капиталу учреждать финансовые организации, в том числе мелкие и средние банки, расширить для него вход в финансовую индустрию¹.

В мае 2015 г. правительство КНР выпустило заявление «О некоторых мнениях по дальнейшему содействию здоровому развитию рынков капитала» («Concerning Several Opinions to Further Promote the Healthy Development of Capital Markets»), в котором были определены цели развития рынка капитала на период до 2020 г. Было указано, что к этому периоду должен быть сформирован «разумно структурированный, полностью функциональный, стандартизированный и прозрачный, здоровый и эффективный, открытый многоуровневый рынок капитала. Развитие Китая должно быть энергичным, с конкурентоспособным в международном масштабе финансовым рынком, полностью развитым обслуживанием реальной экономики, на котором будет осуществляться эффективное управление рисками, достигнуто полное развитие всех потребностей финансового рынка, которое диктуется экономической глобализацией». Ключевыми словами стали «открытость» и «рыночность» (opening up and marketization)².

В это же время Народный банк Китая распространил заявление в связи с презентацией очередного национального «Доклада о финансовой

¹ China Financial Stability Report 2014. Beijing, China Financial Publishing House, 2015. P. 41.

² Liu Jianhong. China's Financial Markets and the Work of NAFMII. International Capital Market Association Conference 2015. 5 June 2015.

стабильности», в котором намечены контуры финансовой политики Китая на ближайшее будущее. Как следует из этого заявления, в 2015 г. Китай будет адаптироваться к экономике «новой реальности», приоритетами станут трансформация модели роста и реструктуризация промышленности. Будут продолжены применение активной финансовой политики и стабильной денежной политики, а также реформы и открытие финансового сектора¹.

Непосредственно после кризиса 2008 г. особый упор был сделан на участие в разработке и реализации мер по повышению устойчивости финансового сектора, исходя из рекомендаций «Группы 20». Вместе с тем специфические национальные проблемы, равно как и сформулированные партий и правительством цели развития финансового рынка, продолжали находиться в центре внимания китайских регуляторов.

Анализируя документы китайских финансовых регуляторов, можно выделить следующие основные направления совершенствования китайского финансового рынка в 2008–2015 гг.:

- 1) развитие внутренних институциональных инвесторов;
- 2) расширение доступа иностранных инвесторов;
- 3) повышение доступности финансового рынка для мелких и средних предприятий;
- 4) продолжение совершенствования процедур IPO;
- 5) совершенствование механизмов защиты инвесторов;
- 6) реформирование и развитие банковской системы;
- 7) обеспечение полноты рынка (поддержка финансовых инноваций, внедрение новых продуктов и инструментов, стимулирование развития срочного рынка и других отстающих секторов финансового рынка).

5.3.2. Развитие внутренних институциональных инвесторов

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

¹ China's central bank issues report on financial stability // China Daily Europe. 30 May 2015.

Важнейшим шагом в модернизации законодательства, касающегося функционирования институциональных инвесторов, стало внесение изменений в Закон об инвестиционных фондах, которые начали действовать с 1 июня 2013 г.

Изменения ввели в правовое поле еще один вид инвестиционных фондов, который ранее не предусматривался законодательством, – непубличные фонды, т.е. фонды, размещающие свои ценные бумаги путем частного размещения. Инвестиции таких фондов в ценные бумаги ограничиваются акциями, облигациями и паями фондов, которые были размещены публично, а также другими ценными бумагами и деривативами, разрешенными Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг. Важность формирования регулирования непубличных фондов обусловлена возможностью создания легальных основ для функционирования индустрии хедж-фондов на внутреннем китайском рынке, потенциальный спрос со стороны которых оценивался исключительно высоко.

Изменения в Законе об инвестиционных фондах снизили требования к публичным фондам в части доступа на рынок и опыта инвестирования. Вместе с тем были введены новые меры защиты инвесторов, в том числе ужесточен контроль над операционными рисками, усилены надзор и санкции за нарушения прав инвесторов, повышена роль саморегулируемых организаций.

В процессе обсуждения проекта закона о внесении изменений в Закон об инвестиционных фондах предполагалось, что в рамки регулирования, предусмотренного данным законом, войдут также фонды Private equity (PE) и венчурные фонды (venture capital (VC) funds), однако в итоговом варианте закона эти изменения не нашли отражения. Эти два вида институциональных инвесторов остались в рамках другого режима регулирования и в сфере полномочий другого регулятора – Национальной комиссии по развитию и реформам (National Development and Reform Commission – NDRC).

Усилия государства по модернизации регулирования инвестиционных фондов принесли результаты. Как и после введения в действие Закона об инвестиционных фондах 2003 г., внесение поправок в этот закон в 2013 г. также привело к возобновлению роста индустрии инвестиционных фондов (см. *рис. 12*).

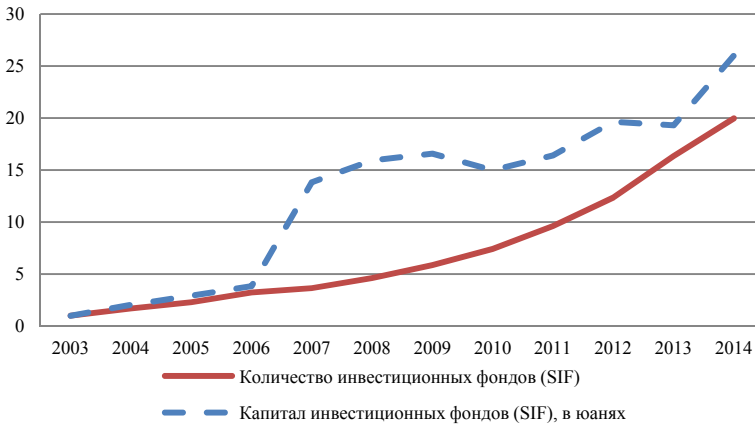


Рис. 12. Темпы роста количества и совокупного капитала инвестиционных фондов (SIF) в Китае, 2003 г. = 1

Источник: рассчитано по данным Национального бюро статистики КНР.

Кроме инвестиционных фондов, увеличивается и количество других финансовых институтов, являющихся институциональными инвесторами или управляющими инвестициями таких инвесторов. На фоне сокращения числа компаний по ценным бумагам в ходе реорганизации отрасли и фьючерсных компаний в результате ужесточения надзора над ними количество компаний по управлению активами продолжало быстро расти.

Вместе с тем сохраняются проблемы со стимулированием роста программ страхования жизни (их совокупный объем по итогам 2013 г. составил 942 млрд юаней) и роста пенсионных институтов и программ.

5.3.3. Расширение доступа иностранных инвесторов

После 2008 г. наблюдается развитие ранее заданных направлений либерализации, в том числе в части расширения доступа на китайский рынок иностранных инвесторов. В 2011 г. создан институт RQFII (квалифицированные иностранные институциональные инвесторы в режиме национальной валюты – Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors), которым разрешалось совершать инвестиции через офшорные зоны в юанях.

Постоянно растет квота инвестиций иностранных инвесторов. По состоянию на конец 2014 г. совокупная квота на QFII и RQFII составила

820 млрд юаней (примерно 134 млрд долл.). Относительно QFII и RQFII введена льгота по отмене корпоративного налога на доходы в части прироста капитала.

В 2010-х годах политика в отношении иностранных инвестиций модернизируется. Фактически объединяются политика по привлечению иностранных инвестиций и политика по продвижению инвестиций китайских компаний в глобальном масштабе. Новая политика применительно к финансовым институтам получает название «Два пути открытия» («Two-way Opening up»). Она подразумевает, с одной стороны, дальнейшую либерализацию доступа (открытие) для иностранных инвесторов, а с другой – ослабление ограничений на владение континентальных китайских финансовых организаций инвесторами из Гонконга, Макао и других иностранных юрисдикций с преобладающим китайским населением и на перенос бизнеса, инвестиций и операций китайскими финансовыми организациями и инвесторами за пределы Китая. В рамках этой политики объявлено о поддержке китайских компаний по ценным бумагам и фьючерсных компаний в их деятельности по «привнесению внутрь» и «глобальному выходу» («bringing in» and «going global»)¹. Одновременно поддерживаются действия китайских коммерческих банков по учреждению дочерних банков и открытию филиалов в других странах².

В новом пятилетнем плане развития Китая на период с 2016 по 2020 г. задача дальнейшего открытия внутреннего рынка для иностранных инвесторов стала еще более значимой³. В соответствии с планом предполагается увеличить конвертируемость юаня к 2020 г. (в том числе содействуя его включению в корзину специальных прав заимствования МВФ), ускорить реорганизацию финансовой системы (прежде всего для увеличения объема выпуска акций и корпоративных облигаций) и на базе этих двух предпосылок предоставить иностранным инвесторам более широкий доступ к своей финансовой системе.

5.3.4. Повышение доступности финансового рынка для мелких и средних предприятий

Национальная банковская политика Китая в последние годы нацелена на повышение доли малых и средних предприятий в совокупном банковском кредитовании. Темпы роста кредитования малого и среднего бизнеса в течение 2011–2012 гг. более чем двукратно превышали темпы роста кредитования крупных предприятий, однако в 2013 г. они сравнялись,

¹ China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 55.

² China Banking Regulatory Commission 2014 Annual Report. Beijing: CBRC, 2015. P. 47.

³ URL: <http://www.interfax.ru/business/477181>

и для продолжения политики опережающего кредитования малого и среднего бизнеса требуются новые меры¹.

На фондовом рынке важнейшим инструментом повышения доступности финансового рынка для предприятий стало выстраивание многоуровневой структуры рынка капитала. Сначала (еще в рамках второй волны реформ финансового сектора) был учрежден сектор для листинга малых и средних предприятий (SME board), в последние годы наступила очередь для построения последующих уровней.

В рамках построения многоуровневого рынка капиталов в 2012 г. была учреждена и начала работу National GEM Equities Exchange System (так называемая «новая третья секция» рынка) для мелких и средних компаний. К концу 2012 г. в ней было зарегистрированы первые 98 компаний².

В 2013 г. начала работу Национальная система по торговле и выставлению котировок акций (National Equities Exchange and Quotations – NEEQ), которая фактически стала четвертым уровнем национального рынка акций. К концу 2014 г. в рамках этой системы было зарегистрировано более 1,5 тыс. компаний, из которых 8 компаний в течение 2014 г. были переведены на более высокие уровни рынка акций (на SME board или на GEM). 78% зарегистрированных на NEEQ компаний представляют новую экономику (высокотехнологичное обрабатывающее производство; передача информации; программное обеспечение; информационные технологии), в том числе не только малые и средние предприятия, но и микропредприятия³.

Однако четвертый уровень многоуровневого рынка капитала оказался не последним. В 2012–2014 гг. еще одним уровнем рынка акций стали региональные торговые системы, управляемые региональными администрациями, на которых началась торговля акциями малых и микропредприятий. Эти системы рассматриваются регулятором не только как канал привлечения инвестиций для таких предприятий, но и как инструмент повышения качества их корпоративного управления. На конец 2014 г. функционировали уже 33 региональные торговые системы, на которых было зарегистрировано 4200 компаний, привлечших 180 млрд юаней инвестиций⁴.

С одной стороны, формирование четвертого и регионального уровня многоуровневого рынка капитала в значительной мере является следствием превалирования лозунгов в деятельности китайских властей. Эти

¹ China Financial Stability Report 2014. Beijing: China Financial Publishing House, 2015. P. 43.

² China Financial Stability Report 2013. Beijing: China Financial Publishing House, 2014. P. 47.

³ China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 12.

⁴ Ibid. P. 42.

действия напоминают о периоде истории развития Китая 1958–1960 гг., вошедшем в учебники под названием «большой скачок». Попытка вывести на рынок акций тысячи и десятки тысяч предприятий предполагает не только потенциал для роста объемов привлечения капитала, но и значительное увеличение издержек в связи с тем, что необходимо соответствовать требованиям раскрытия информации, корпоративного управления и т.д. Тем не менее работа над созданием многоуровневого рынка капитала продолжается.

Но в то же время ориентация на максимизацию количества выводимых на рынок компаний с формированием многочисленных региональных рынков их акций (противоречащая сложившимся в западном мире стандартам разделения экономики на сектор крупных предприятий, которым более подходит форма открытой корпорации, и сектор мелких и средних предприятий, для которых форма открытой корпорации неэффективна), основана в том числе на национальной специфике Китая, отличающегося существенным региональным разнообразием и высоким уровнем конкуренции между регионами и даже между местными общинами. По мнению Р. Коуза и Н. Вана, переход Китая от социализма к капитализму – результат одновременной реализации двух параллельных реформ. В дополнение к реформе, инициированной китайским руководством (которую чаще всего необоснованно называют единственной причиной столь резких изменений в китайской экономике), важнейшей частью преобразований стала «низовая» – народная – реформа, проводимая силами многочисленных мелких производителей и с участием местных органов власти. И эта вторая реформа была основана именно на региональной конкуренции¹. На наш взгляд, это является объективным фактором, который способствует отчасти специфическим методам строительства китайского рынка капитала.

Для мониторинга процесса повышения доступности финансового рынка для средних и мелких предприятий в практику китайской статистики были введены детализации ряда интегральных показателей, предусматривающие выделение мелких и средних предприятий. В числе таких показателей: количество мелких и средних предприятий в котировальных листах китайских фондовых бирж; капитализация мелких и средних предприятий и т.д. Данные показатели четко указывают на значительный рост доли мелких и средних предприятий в структуре китайского фондового рынка (см. *табл. 3*).

¹ Коуз Р., Ван Н. Как Китай стал капиталистическим. М.: Новое издательство, 2016. С. 239–244, 260–264.

Таблица 3

**Доля мелких и средних предприятий в совокупном объеме
китайского фондового рынка, % от совокупного
значения показателя**

Показатели	Год						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Количество акций типов «А» и «В» в котировальных листах	13	17	19	26	28	28	28
Капитализация	3	5	7	13	13	13	15
Капитализация в части free float	4	6	5	8	9	9	13

Источник: рассчитано по данным China Financial Stability Report 2014. Beijing: China Financial Publishing House, 2015.

5.3.5. Продолжение совершенствования процедур IPO

После реформ 2002–2006 гг. кардинального изменения регулирования процессов привлечения капитала через IPO в Китае не происходило, но постоянно осуществлялись последовательное совершенствование сложившихся процедур IPO, детализация регулирования в данной сфере. В значительной мере технологическое совершенствование позволило сохранить высокие объемы привлечения инвестиций через выпуск акций, распространить этот метод финансирования компаний на самый широкий круг реципиентов инвестиций.

Среди наиболее важных мер по продвижению реформы IPO на новом этапе необходимо выделить¹:

- 1) пересмотр нормативного документа «Меры по администрированию предложения ценных бумаг и андеррайтинга» («Measures for the Administration of Securities Offering and Underwriting»), в рамках которого было реализовано регулирование по:
 - а) трансферам акций перед IPO;
 - б) предварительному раскрытию информации;
- 2) усиление надзора в процессе IPO и в связанных с IPO ситуациях, в том числе:
 - а) надзора над раскрытием информации компаниями, намеренными или выходящими на IPO (pre-IPO companies);

¹ China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 26–39.

- б) надзора в процессе IPO;
 - в) последующего надзора по итогам IPO (ex post supervision of IPOs);
 - г) надзора над раскрытием информации публичными компаниями, имеющими листинг на внебиржевом рынке, в первую очередь в рамках NEEQ, в том числе через улучшение саморегулирования в рамках этой системы;
- 3) начало реформы делистинга;
 - 4) реформирование секции рынка для предприятий роста:
 - а) Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг внесла изменения в «Меры по администрированию IPO и листинга компаний на секции рынка для растущих компаний (GEB)».

Однако в 2015–2016 гг. планы по дальнейшей либерализации регулирования рынка IPO в Китае начали пробуксовывать. Принятое в 2014 г. решение о создании новой – более либеральной – системы регулирования IPO пока не выполнено. Новая система регулирования IPO, как предполагалось, должна еще больше снизить роль государства в лице финансовых регуляторов в процедурах допуска компаний на первичный рынок акций.

Одним из ключевых элементов новой системы должен стать фактический отказ государства от контроля за ценообразованием при выходе компаний на IPO (отказ от установления предельных значений соотношения P/E). Необходимо отметить, что такой существенный для Китая шаг в сторону либерализации правил привлечения капитала на первичном рынке акций прямо связан с проблемой перекредитованности предприятий реального сектора, ставшей особенно актуальной после 2013 г. Эти мероприятия могли бы существенно увеличить поток компаний, выходящих на IPO, прежде всего за счет средних и малых компаний, работающих в венчурных отраслях реального сектора.

Новая система регулирования IPO должна быть введена в действие до конца 2016 г. Однако уже в 2015 г. стало понятно, что в установленные сроки она введена не будет. В декабре 2015 г. китайские законодатели предоставили Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг два года на создание новой системы регулирования IPO, которая предотвратит дальнейшее вмешательство регулятора в вопросы ценообразования на этом рынке и ускорит весь процесс выхода компаний на рынок¹.

¹ URL: http://www.arfi.ru/news/index.php?SECTION_ID=3&ID=5614

5.3.6. Совершенствование механизмов защиты инвесторов

Уровень защиты инвесторов в Китае традиционно признается слабым местом, поэтому работа по усилению защиты инвесторов ведется китайским регулятором исключительно интенсивно по многим направлениям, в том числе по таким, как¹:

- улучшение механизмов голосования на общих собраниях акционеров;
- совершенствование дивидендных политик публичных корпораций, включая повышение доли компаний, выплачивающих дивиденды денежными средствами;
- улучшение процесса принятия решений о дивидендных выплатах;
- повышение качества систем распределения доходов между акционерами;
- повышение компенсаций акционерам за разводнение капитала публичными компаниями, в том числе в сделках слияний и поглощений;
- мониторинг выполнения требований листинга;
- снижение риска дефолтов по облигациям через одобрение эмитентами облигаций требований по обеспечению безопасности инвестиций;
- учреждение многоуровневых механизмов разрешения споров на финансовом рынке, включающих использование услуг профессиональных медиаторов по спорам, связанным с ценными бумагами, а также координацию между медиацией и арбитражем;
- улучшение механизмов компенсации для инвесторов;
- образование инвесторов, улучшение работы «горячей линии».

5.3.7. Реформирование и развитие банковской системы

Общая цель реформы и развития банковского сектора на современном этапе – установление «пяти систем»²:

- системы банковских институтов с «широким покрытием» (высокой степенью проникновения услуг), диверсификацией стратегий и высокой эффективностью;
- системы банковских услуг, отвечающих потребностям реального сектора;

¹ China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 47–51.

² China Banking Regulatory Commission 2014 Annual Report. Beijing: CBRC, 2015. P. 30.

- системы управления с лучшим контролем рисков и эффективностью банковских операций;
- стабильной и благоразумной (prudent) системы регулирования;
- системы координации финансового рынка, обслуживающего реальную экономику в соответствии с требованиями социалистической рыночной экономики.

В числе важных задач банковской системы Китая на новом этапе развития – обеспечение инклюзивности (доступности) финансовых услуг (financial inclusion). Эту задачу предполагается решить путем выполнения 3 групп мероприятий:

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

Большое внимание уделяется кредитованию экологически чистых производств, так как к настоящему времени в экономике Китая преобладают грязные и вредные производства, существенно ухудшившие качество окружающей среды. Одной из важнейших задач банковской реформы является продвижение так называемого «зеленого кредита».

Институциональные реформы в банковском секторе имеют адресный характер и различаются для выделяемых в Китае 12 типов кредитных учреждений:

- 1) для Банка развития Китая и банков, проводящих государственную политику (policy banks), важнейшими направлениями являются внедрение рыночно ориентированных подходов, уточнение функций и стандартизация надзора;
- 2) для крупных коммерческих банков – улучшение корпоративного управления, усиление ресурсов для повышения рентабельности, внедрение внутренних оценок эффективности операций;
- 3) для мелких и средних коммерческих банков – реформа под лозунгом «реформа, инновации, улучшение качества и риск-контроль» («reform, innovation, better quality and risk control»);
- 4) для мелких и средних сельских банковских институтов – главная линия: «предупреждение рисков, продвижение реформ, повышение качества обслуживания» («preventing risks, promoting the reform, strengthening service»);
- 5) для Почтово-сберегательного банка Китая – реструктуризация структуры собственности, трансформация в коммерческий банк;
- 6) для компаний по управлению финансовыми активами – коммерциализация;

- 7) для трастовых компаний – расширение рыночного управления активами и капиталом, предоставление инвесторам все более широкого поля выбора объектов для инвестиций;
- 8) для финансовых компаний промышленных групп (групп предприятий) – сокращение издержек, продвижение продаж групп, поддержка стратегического развития групп;
- 9) для финансовых лизинговых компаний – профессионализация и повышение конкурентоспособности;
- 10) для автофинансовых компаний – диверсификация каналов финансирования и консолидация;
- 11) для потребительских финансовых компаний – усиление внимания к группам населения с низкими и средними доходами;
- 12) для валютных брокеров – выполнение роли «смазки» на финансовом рынке («lubricants in financial markets»), т.е. обеспечение ликвидности валютного сегмента финансового рынка.

Большое внимание уделяется финансовым инновациям. Одним из наиболее важных направлений реформы банковского сектора является активное внедрение услуг по управлению капиталом (wealth management), прежде всего со стороны коммерческих банков и трастовых компаний. Сформировано необходимое нормативное регулирование, создан специальный фонд защиты трастовых активов (Trust Protection Fund Co., Ltd. – СТФФ), реализуются пилотные программы по стыковке спроса и предложения для трастовых управляющих. Другим важным направлением инноваций в банковском секторе признается секьюритизация.

Одним из наиболее актуальных вопросов для китайских и особенно для иностранных коммерческих банков является остающееся частично административным регулирование процентных ставок. Реформой банковского сектора предполагается постепенно уйти от административных методов регулирования в данной области. В 2012 г. Комиссия по регулированию коммерческих банков учредила Рабочую группу по либерализации регулирования процентных ставок (Interest Rate Liberalization Research Working Group). Однако переход к рыночным методам регулирования процентных ставок в Китае пока еще не состоялся.

Важной составной частью банковской реформы являются меры по повышению устойчивости банковской системы. В Китае коммерческие банки постепенно приходят к системе требований, установленной Basel II. С 2013 г. китайские коммерческие банки выполняют требования к капиталу (Capital Rules for Commercial Banks), предусматривающие соответствие коэффициентов достаточности капитала банков (capital adequacy ratio – CAR) установленным уровням. В 2014 г. также введены в качестве обязательных планы по наращиванию капитала (plans for capital

replenishment) и риск-взвешенное управление активами (risk-weighted asset (RWA) management).

С 2012 г. в китайском банковском секторе (в части коммерческих банков; в части небанковских кредитных организаций – с 2013 г.) вновь начался рост объема необслуживаемых кредитов, а с 2013 г. стала расти и их доля в совокупном объеме банковских активов коммерческих банков, включая все категории коммерческих банков. Поэтому в настоящее время в рамках банковской реформы особое внимание уделяется «зонам риска», в отношении которых применяется усиленный надзор со стороны банковского регулятора. Надзор кредитных рисков коммерческих банков в настоящее время ведется с выделением «зон особого надзора», к которым относятся:

- кредиты местным органам власти – Local government financing platform (LGFP) loans;
- кредиты на покупку недвижимости;
- концентрация кредитного риска по заемщикам, секторам, малым и средним предприятиям, по иностранным юрисдикциям и т.д.;
- кредитный риск по забалансовым статьям (управление капиталом, переуступки кредитных рисков, межбанковские платежи и т.д.).

5.3.8. Обеспечение полноты рынка

После реформ финансового рынка 1990-х и 2000-х годов сложилась весьма неравномерная секторальная структура развития финансового рынка Китая. Начиная с середины 2000-х годов недостаточно полная структура финансового рынка оказывает все более заметное негативное влияние как на инвестиционный спрос, так и на устойчивость финансового сектора в целом. Поэтому усилия по восполнению полноты финансового рынка стали естественным следующим шагом развития финансового сектора в КНР. Финансовые регуляторы наибольшие усилия направили на решение проблемы ускорения развития рынка облигаций и срочного рынка. В последние годы (с 2013 г.) разрабатываются и применяются также активные меры по расширению рынка акций и сектора инвестиционных фондов.

Опережающее развитие рынка облигаций обеспечивалось путем формирования инфраструктуры внебиржевого рынка, расширения продуктовой структуры долгового рынка, в том числе за счет внедрения процессов секьюритизации, расширения многообразия механизмов первичного размещения облигаций.

На внебиржевом рынке была введена в действие новая торговая платформа, предусматривающая облегчение контактов между торгующими

финансовыми институтами и позволяющая проведение частных размещений облигаций.

Разнообразие долговых инструментов на китайском финансовом рынке было достаточно широким еще с 1990-х годов. Однако в 2010-х годах принимались дополнительные меры по дальнейшему расширению этой структуры, в первую очередь за счет создания правовых основ и формирования необходимой инфраструктуры для активного развития процессов секьюритизации. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг утвердила «Положение о регулировании деятельности по секьюритизации активов компаниями по ценным бумагам и дочерними фирмами компаний по управлению активами» («Provisions for the Regulation of Asset Securitization Business of Securities Firms and Subsidiaries of Fund Management Companies»).

В 2013–2014 гг. были реализованы пилотные программы по запуску сектора рынка краткосрочных корпоративных облигаций (аналог коммерческих бумаг в США), сектора облигаций, выпускаемых компаниями по ценным бумагам с целью финансирования процессов слияний и поглощений (M&A bonds), а также сектора конвертируемых облигаций, размещаемых среди акционеров листинговых компаний с недостаточно ликвидным рынком акций.

В целях увеличения многообразия механизмов первичного размещения облигаций были созданы правовые основы для самых разных вариантов размещения (публичное и частное размещение; с участием или без участия спонсора; с книгой заявок или без книги заявок и т.д.). Были установлены отдельные требования для публичных размещений и для размещений среди квалифицированных инвесторов. Был улучшен (в первую очередь путем повышения его гибкости в зависимости от механизма размещения) надзор над ключевыми элементами размещения облигаций, включая раскрытие информации, андеррайтинг, присвоение кредитных рейтингов¹.

В рамках развития срочного рынка в 2012 г. были внедрены 4 новых срочных инструмента: фьючерсы на серебро, стекло, рапс и рапсовое масло. Китай не стремится повторять структуру срочного рынка своих конкурентов на глобальном финансовом рынке. Он ищет свои ниши, в которых, скорее всего, изначально будет иметь определенное преимущество над конкурентами. Такой подход к построению срочного рынка ярко демонстрирует заинтересованность китайских финансовых властей в завоевании выигрышных позиций в глобальной конкуренции национальных финансовых систем. Новые фьючерсы продолжали вводиться

¹ China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 40–44.

в 2013 и 2014 гг. К концу 2014 г. на 4 китайских биржах со срочным рынком торговались уже 45 товарных фьючерсов, а также фьючерсы на фондовые индексы и на государственные облигации.

В системе срочной торговли в Китае были организованы ночные торги товарными фьючерсами в целях обеспечения формирования международных центров ценообразования на данные продукты в рамках китайской юрисдикции.

Оборот фьючерсного рынка в последние годы значительно вырос. Если в 2007 г. фьючерсный оборот составлял 41 трлн юаней, то в 2013 г. – уже 267 трлн юаней (рост в 6,5 раза)¹.

Рынок акций в Китае является самым крупным инструментным сектором финансового рынка, но усилия правительства в 2010-х годах были нацелены также на дальнейшее расширение этого сектора. Кроме мер по формированию многоуровневого рынка (см. описание мер в подп. 5.3.4 о мерах по обеспечению доступности финансового рынка для малых и средних предприятий), в рамках данного сектора также был реализована пилотная программа по созданию рынка привилегированных акций.

Традиционно в Китае рынок акций практически полностью состоял из обыкновенных акций, и внутреннее деление этого рынка осуществлялось исходя из типов акций, определяемых ограничениями на место их обращения («А»-акции, «В»-акции, «Н»-акции, «S»-акции и т.д.), каждый из которых относился именно к обыкновенным акциям. После успешной реализации серии мер, направленных на обеспечение высокой дисциплины дивидендных выплат, появились объективные условия для внедрения в практику функционирования китайского рынка акций привилегированных акций. В марте 2014 г. Комиссия по регулированию ценных бумаг опубликовала «Меры по администрированию пилотной программы привилегированных акций» («Measures for the Administration of the Pilot Program of Preferred Shares»), в дополнение к которым были приняты еще 8 нормативных актов, устанавливающих гибкое регулирование данного сегмента рынка. К концу 2014 г. были осуществлены первые размещения привилегированных акций по новым правилам шестью крупными компаниями, суммарный объем привлечения капитала составил 105,5 млрд юаней².

В секторе инвестиционных фондов были реализованы меры по внедрению на рынок новой формы инвестиционных фондов – частных инвестиционных фондов (Private Investment Funds), для которых в 2014 г. были уточнены базовые стандарты и критерии для квалификации, а также основы положений саморегулирования.

¹ China Financial Stability Report 2014. Beijing: China Financial Publishing House, 2015.

² China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report. P. 43–44.

5.4. Количественные характеристики результатов реформ

Последовательная цепь реформ финансового сектора Китая привела к формированию в этой стране исключительно финансовоемкой социально-экономической системы, по показателям глубины финансового рынка соответствующей стандартам стран с развитыми финансовыми рынками (см. *рис. 13*).

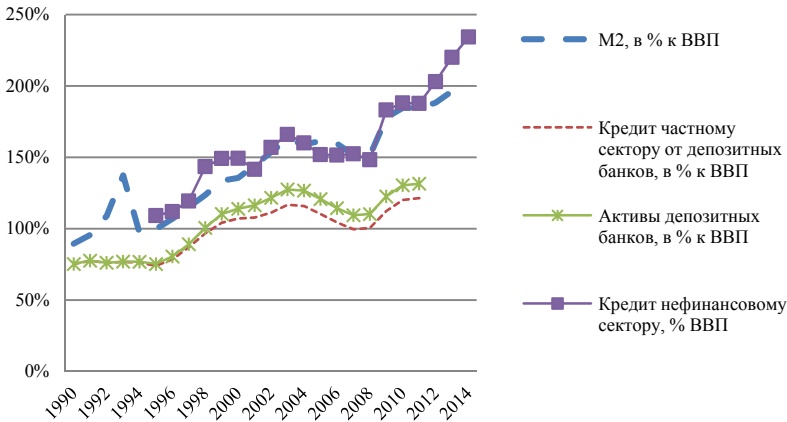


Рис. 13. Показатели емкости финансового сектора Китая

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD) и Национального бюро статистики КНР.

В то же время необходимо отметить, что столь высокие значения показателей финансовой глубины не являются однозначно позитивными характеристиками китайской финансовой системы. Многие из них достигли таких высоких значений в том числе в результате специфических путей развития в Китае рыночной экономики и финансовых рынков. Достаточно вспомнить о периодах раздачи кредитных ресурсов неплатежеспособным заемщикам и о последующих периодах борьбы с «плохими» долгами, после которых наблюдался значительный рост показателей финансовой глубины, не отражавший естественное накопление финансовых активов.

Большинство сегментов финансового рынка Китая в период серии реформ финансового сектора устойчиво увеличивали свою емкость в сопоставлении с ростом экономики в целом (см. *рис. 14*).

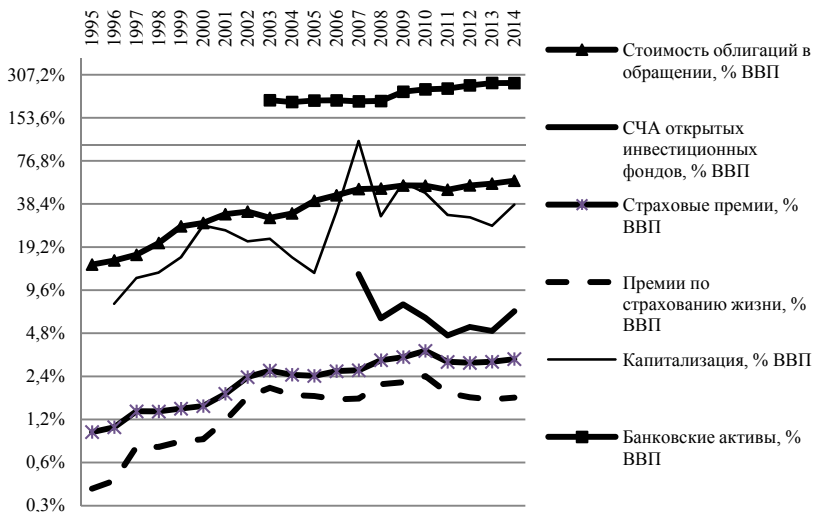


Рис. 14. Показатели емкости отдельных сегментов финансового рынка Китая

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD), Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges), Банка международных расчетов (BIS), Института инвестиционных компаний (ICI), SwissRe и Национального бюро статистики КНР.

Вместе с тем сравнение емкости различных секторов финансового рынка Китая наряду с высокой емкостью банковского сектора и рынка акций одновременно указывает на наличие серьезных диспропорций, сохраняющихся на финансовом рынке Китая и возникших на первых этапах его реформ. Остается, а периодами и усиливается, недостаточность развития ряда сегментов финансового рынка, в том числе институтов коллективных инвестиций и институтов страхования жизни, т.е. той части внутренних институциональных инвесторов, которые объединяют наиболее долгосрочных инвесторов.

В этом плане Китай отчасти похож на Россию, в которой институциональные инвесторы также существенно отстают в развитии от других секторов финансового рынка. Но для развития долгосрочных институциональных инвесторов в России больше подходит характеристика «дистрофическое развитие», в то время как в Китае усилия государства по ускоренному развитию отстающих секторов финансового рынка дают свои результаты. Поэтому для России особенно актуально использовать

опыт Китая в части организации догоняющего развития секторов внутренних институциональных инвесторов, в первую очередь паевых инвестиционных фондов и компаний, осуществляющих страхование жизни.

5.5. Краткие выводы из анализа реформ китайского финансового рынка

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

- для китайского рынка капитала характерна ведущая роль частных инвесторов, основанная на экстремально высоком (по сравнению с другими странами) значении доли населения в операциях с акциями и владении акциями, что предопределяет, во-первых, высочайшую значимость населения как основного инвестора, в том числе с точки зрения привлечения инвестиций на фондовом рынке, и, во-вторых, повышенную волатильность китайского фондового рынка;
- преобладание задач развития финансового рынка над задачами банковской системы (первоначально частного инвестора стимулировали к инвестициям на фондовом рынке и лишь в последнее время поставлен вопрос о целесообразности стимулирования вложений средств населения в банковские депозиты);
- сохранение контроля со стороны государства над крупнейшими китайскими финансовыми организациями, включая инфраструктурные, и над крупнейшими эмитентами ценных бумаг;
- сознательное использование регуляторами мер – как стимулирующих, так и дестимулирующих (ограничивающих).

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

В качестве примеров в данном случае следует привести:

- постоянные флуктуации уровня транзакционных издержек (обеспечиваемых за счет как периодической отмены налога на операции с

- ценными бумагами, так и периодического их введения или даже введения в тройном размере);
- периодически отменяемые барьеры для IPO/SPO (периодическая отмена квот с последующим ее восстановлением на том или ином уровне, также зависящим от текущей конъюнктуры рынка);
 - постепенно отменяемые барьеры входа для иностранных инвесторов;
 - периодически изменяющиеся лимиты вывоза китайскими гражданами наличной валюты за рубеж, а также лимиты на снятие денег в банкоматах за рубежом (в ноябре 2015 г. они были вновь повышены до 50 тыс. юаней в год с дальнейшим ростом этого лимита на 2016 г. до 100 тыс. юаней¹) и т.д.

Правительство и регуляторы в Китае рассматривают финансовый рынок как системный элемент экономики, поддающийся самым разным реконструкциям, которые в тот или иной момент времени необходимы для решения экономических и/или социальных задач. Долгое время действовали максимально жесткие ограничения двух типов, в наибольшей степени задававшие конфигурацию китайского финансового рынка:

- на вывод капитала из страны (благодаря чему все инвестиционные ресурсы использовались внутри самой системы, создавая необходимое «давление», т.е. высокий уровень ищущих применения инвестиционных ресурсов);
- на конкуренцию между различными финансовыми инструментами (в результате чего, по мнению архитекторов китайских реформ, должна была обеспечиваться концентрация предложения однотипных финансовых инструментов).

При этом соблюдались определенные предпочтения в соединении финансовых инструментов определенного типа с определенной группой инвесторов (банковский сектор кредитовал предприятия, собирая ресурсы в реальном секторе, а также внешние инвестиции и в отдельные моменты – государственные вливания; домохозяйства инвестировали в акции и т.д.). Соединение высокого инвестиционного спроса с высокой концентрацией однотипного финансового предложения вело к формированию максимально емких отдельных сегментов финансового рынка (в первую очередь банковского сегмента и рынка акций). Однако по мере развития китайского финансового рынка все больше и больше обнаруживались диспропорции, что заставляло постоянно смягчать отмеченные выше ограничения и даже активно стимулировать отстающие сегменты

¹ Бочкарева Т. МММ Сергея Мавроди в Китае разогрела Биткоин. За месяц виртуальная валюта подорожала почти вдвое // Ведомости. 05.11.2015.

финансового рынка. Собственно, в значительной мере вторая и третья волны реформ финансового сектора были ориентированы на преодоление тех диспропорций, которые возникли на этапе создания финансового рынка в Китае и на первом этапе реформ финансового сектора.

В результате реформ в Китае сформирован крупный мировой финансовый центр, обладающий исключительно емкими банковской системой и рынком акций. Однако этому центру свойственны многие серьезные диспропорции, которые постепенно преодолеваются в ходе современного этапа реформ финансового сектора.

Для России в условиях действующих против нее санкций представляется крайне актуальным китайский опыт финансирования предприятий через выпуск акций с максимально активным привлечением сбережений населения. Низкая доля финансовых активов в структуре российских домохозяйств при правильном подходе может стать основой для достаточно интенсивного роста инвестиций домохозяйств в финансовые активы, среди которых наиболее мощный потенциал роста видится у акций.

Кроме такого опыта стратегического характера, история китайских финансовых реформ предоставила российским регуляторам большое количество кейсов оптимального разрешения тех проблем, которые свойственны и российскому финансовому рынку. Не повторяя то, что было описано выше, вкратце перечислим *наиболее значимые*, на наш взгляд, *элементы китайского опыта по решению целого ряда прикладных проблем российского финансового рынка*.

1. Борьба с «плохими» долгами банковского сектора посредством капитализации коммерческих банков, придания им публичного статуса и вывода на биржу. Капитализация банков через их вывод на биржу и привлечение иностранных инвесторов.
2. Выделение из общей массы банковских институтов так называемых «политических» банков, которые принципиально отличаются от коммерческих банков не только по своим целям и функциям, но и по режиму регулирования и надзора.
3. Разделение коммерческого и инвестиционного бэнкинга и соответственно уход от мультипликации рисков различной природы на одном финансовом институте, что, в свою очередь, способствует снижению потенциала формирования системных рисков.
4. Наличие персональной ответственности за раскрытие информации; отстранение бумаг, эмитенты которых не успели раскрыть информацию, от торгов.
5. Защита дивидендной доходности при размещении новых эмиссий акций.

6. Опыт активного использования фондовых бирж в защите интересов инвесторов.
7. Опыт создания и функционирования Фонда защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг как важнейшего элемента системы защиты интересов инвесторов.
8. Опыт экономного и эффективного перехода на МСФО.
9. Отсечение и купирование рисков, связанных с рынком РЕПО, предотвращение формирования системных рисков.
10. Создание стимулов для менеджеров государственных предприятий к приватизации.

В то же время в рамках китайских финансовых реформ существует и отрицательный опыт, который позволяет «учиться на чужих ошибках». Многих из этих ошибок Россия избежала (акции предприятия, акции трудового коллектива, обязательный вывод на биржу мелких предприятий и т.д.), но есть в китайских реформах такой отрицательный опыт, который многим российским экспертам представляется достижением и, как яркая игрушка, привлекает их в надежде применить этот опыт в России. Речь идет об избыточности кредитования реального сектора, которая отразилась также на обобщающих индикаторах состояния финансового сектора, включая показатель монетизации экономики. Не повторяя то, что было сказано выше при описании этой диспропорции финансового развития Китая, следует особо подчеркнуть, что это единственная ошибка в ходе китайских финансовых реформ, которая может стоить очень дорого. Именно перекредитованность многих китайских предприятий в среднесрочной перспективе может стать причиной жесточайшего кризиса, который способен разрушить китайскую социально-экономическую систему.

6. Реформы финансового рынка Южной Кореи

Несмотря на то что в Южной Корее первая компания, осуществлявшая деятельность, связанную с ценными бумагами, появилась в 1949 г.¹, первое объединение дилеров, выполнявших операции с ценными бумагами, – в 1953 г.², а первая фондовая биржа – в 1956 г.³, система регулирования финансового рынка Южной Кореи начала выстраиваться несколько позже. Во многом это было обусловлено начавшимися в 70-е годы XX в. процессами, направленными на превращение Южной Кореи, истощенной японским колониальным режимом и последующей войной с Северной Кореей (с 1950 по 1953 г.), из аграрной и лишенной природных ресурсов страны, население которой едва удовлетворяло потребности первой необходимости⁴, в процветающую, высокотехнологичную экономику.

Пришедший к власти в результате революции в 1961 г. генерал Пак Чжон Хи преследовал цель сделать Южную Корею не просто самодостаточной, а экспортоориентированной страной, закупающей сырье за границей и вывозящей уже готовую продукцию. За время его правления (с 1961 по 1979 г.) были реализованы три пятилетних плана, направленных на повышение политической стабильности и уровня благосостояния внутри страны. В рамках указанных планов особое внимание уделялось развитию таких отраслей, как тяжелая промышленность, нефтехимическая промышленность, электроника и электротехника, машиностроение, судостроение, посредством создания в них необходимых инфраструктур, упорядочивания межотраслевых взаимоотношений, внедрения технологических инноваций, обеспечения справедливых правил конкуренции.

Активную роль в реализации указанных планов, а также в процессах индустриализации и интеграции Южной Кореи в мировую экономику играли чеболи⁵, которым для достижения соответствующих целей оказывалась существенная поддержка со стороны властей наряду с обеспечением их доступа к иностранным инвестициям и внутреннему кредитованию.

¹ Предшественник Kyobo Securities – Daehan Securities.

² Предшественник Korea Securities Dealers Association (KSDA) – Daehan Securities Dealers Association.

³ Предшественник Korea Stock Exchange (KSE) – Daehan Stock Exchange.

⁴ По данным Всемирного банка, в 1960 г. значение показателя ВВП на душу населения в Южной Корее составляло чуть более 155 долл. США, что не превосходило значения того же показателя в некоторых африканских странах (например, в Нигерии).

⁵ Форма бизнес-конгломератов, созданная генералом Пак Чжон Хи посредством выбора наиболее перспективных фирм и существующая по сей день. Такая форма конгломератов

В результате реализации указанных планов к 1977 г. значение ВВП на душу населения в Южной Корее превысило 1100 долл. США (по данным Всемирного банка). Феномен экспоненциального роста уровня жизни в Южной Корее, ускоренной урбанизации и модернизации именуется как «чудо на реке Ханган». Очевидно, что для обеспечения и сопровождения таких процессов требовалось привлечение капитала в значительном объеме, что было бы невозможно без эффективно функционирующего финансового рынка.

6.1. Регулирование и основные вехи развития финансового рынка Южной Кореи в период с 1962 по 1997 г.¹

В начале 1960-х годов было разработано и принято законодательство, ставшее основой для развития в Корее финансового рынка. Закон о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Act of 1962 – SEA)², Закон о правоприменении (Enforcement Decree – ED)³ и нормативные акты, разработанные на их основе Министерством финансов и экономики, почти на 40 лет стали главными источниками южнокорейского права в области ценных бумаг.

Помимо обозначенных документов, основами южнокорейского законодательства в области финансового рынка стали также Закон о содействии развитию рынка капитала (Capital Market Promotion Act of 1968 – CMPA)⁴, Закон об инвестиционных трастах (Securities Investment Trust Business Law of 1969 – SITBL)⁵; Закон о валютном рынке (Foreign Exchange Management Act of 1961 – FEMA)⁶; Торговый кодекс Кореи (Commercial Code of Korea – CCK)⁷.

Законодательство в области рынка ценных бумаг, разработанное в Корее, в целом соответствовало действующим в те годы аналогичным законам в странах с развитыми финансовыми рынками. Положительным моментом корейского законодательства было четкое и подробное описание требований к эмиссии ценных бумаг, которое было детализировано в

представляет собой совокупность формально самостоятельных фирм различной направленности, находящихся в собственности определенных семей и под единым административным и финансовым контролем. Из наиболее известных чеболей, существующих сегодня, следует выделить Samsung Group, LG Group, Lotte Group.

¹ Использованы материалы статьи: Sang-Hyun Song. Law and Policy of Securities Regulation in Korea // Pacific Rim Law and Policy Association. 1995. No. 3. P. 757–782.

² Securities and Exchange Act of Jan. 15. 1962. Law No. 972.

³ Presidential Decree No. 618. Mar. 30. 1962.

⁴ Capital Market Promotion Act. Law No. 2046. Nov. 22. 1968.

⁵ Securities Investment Trust Business Act. Law No. 2129 of August 4. 1969.

⁶ Foreign Exchange Management Act. Law No. 933. Dec. 31. 1961.

⁷ Commercial Code of Korea. Law No. 1000. Jan. 20. 1962.

нормативных документах Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC). Большое внимание уделялось вопросам раскрытия информации. За нарушение правил раскрытия информации была предусмотрена уголовная ответственность.

Министерство финансов и экономики Кореи выступало в этот период как орган, осуществляющий одновременно и регулирование рынка ценных бумаг, и надзор за деятельностью институтов на указанном рынке. В его подчинении находились SEC, Совет по надзору на рынке ценных бумаг (Securities Supervisory Board – SSB) и Корейская фондовая биржа (KSE).

SEC, не являясь самостоятельной в принятии решений, была обязана обо всех своих решениях отчитываться перед Министерством финансов и экономики, которое, в свою очередь, имело полномочия полностью отменить решение SEC или исключить какие-либо положения из такого решения. SSB являлся исполнительным органом, реализующим политику SEC. KSE была создана в соответствии с положениями SEA и являлась долгое время единственной фондовой биржей Южной Кореи.

В соответствии с положениями SEA только юридические лица, являющиеся акционерными обществами и получившие лицензию Министерства финансов и экономики, могли осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, выступая в качестве брокеров, дилеров и андеррайтеров. Иностранцам было разрешено участвовать в капиталах таких компаний, пока доля национальных инвесторов удерживается на уровне как минимум 50% от величины оплаченного капитала.

Южная Корея открыла национальный рынок ценных бумаг для прямых иностранных инвестиций в 1992 г. С тех пор иностранные инвесторы могут напрямую совершать операции с акциями, обращающимися на KSE, при условии соблюдения установленных лимитов и ограничений. Так, например, величина совокупных иностранных инвестиций в каждый класс обращающихся на организованных торгах акций не должна превосходить 12%, а для публичных компаний с государственным участием – 8%. При этом каждый отдельно взятый иностранный инвестор не может владеть более чем 3% обращающихся на организованных торгах акций каждого класса компании.

Прямые иностранные инвестиции были запрещены в акции южнокорейских компаний, осуществляющих деятельность в качестве провайдеров телекоммуникационных услуг, а также в не обращающиеся на организованных торгах акции южнокорейских компаний. Иностранные инве-

сторы не могли инвестировать в южнокорейские государственные и корпоративные долговые ценные бумаги, выраженные в национальной валюте.

В середине 1990-х годов в Южной Корее был принят Закон о фьючерсной торговле (Futures Trading Act of 1995 – FTA)¹, ознаменовавший становление в стране регулирования срочного рынка. Тем самым был дан старт развитию одного из крупнейших в современном мире срочных рынков.

Положениями FTA, в частности, было предусмотрено, что торговля фьючерсами должна осуществляться через срочный рынок Korea Futures Exchange (KOFEX), при этом никто иной, кроме KOFEX, не может открывать срочные рынки. Таким образом были созданы предпосылки для концентрации оборотов срочного рынка на данной бирже, что в значительной мере предопределило впоследствии лидирующие позиции Кореи в срочной биржевой торговле.

На фоне развития регулятивной системы южнокорейского финансового рынка происходило динамичное создание соответствующей инфраструктуры. Из ключевых событий южнокорейского финансового рынка в рассматриваемый период можно выделить следующие:

- январь 1964 г. – опубликован первый композитный фондовый индекс, рассчитанный посредством усреднения цен включенных в него акций южнокорейских компаний;
- май 1970 г. – создан первый инвестиционный фонд;
- февраль 1977 г. – созданы SEC и SSB;
- март 1977 г. – открыт Корейский институт ценных бумаг;
- сентябрь 1977 г. – создана Корейская компьютерная корпорация по ценным бумагам;
- январь 1983 г. – композитный фондовый индекс рассчитан на основе рыночной капитализации южнокорейских компаний, акции которых включены в расчет индекса;
- февраль 1983 г. – Корейской компьютерной корпорацией по ценным бумагам создана онлайн-система для осуществления деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- июль 1986 г. – начала работать консультационная группа фьючерсной биржи;
- апрель 1987 г. – на базе KSDA открыт внебиржевой рынок ценных бумаг;
- март 1989 г. – создан Центр по защите прав инвесторов в ценные бумаги;

¹ Futures Trading Act of Dec. 29. 1995, as Act No. 5041.

- май 1990 г. – запущен Фонд стабильности рынка ценных бумаг;
- октябрь 1991 г. – на базе KSDA создана внебиржевая площадка по торговле акциями;
- январь 1992 г. – основан Корейский институт ценных бумаг и экономических исследований;
- февраль 1993 г. – основана Корейская ассоциация финансовых фьючерсов (Korean Financial Futures Association);
- май 1993 г. – на базе KSDA создана внебиржевая площадка по торговле облигациями;
- апрель 1995 г. – открыт рынок фьючерсов на фондовые индексы;
- май 1996 г. – запущен рынок фьючерсов на KOSPI200;
- май 1996 г. – создана Ассоциация инвестиционных фондов (Investment Trust Association);
- май 1996 г. – создана биржевая торговая площадка KOSDAQ;
- июль 1996 г. – запущена биржевая торговая площадка KOSDAQ;
- декабрь 1996 г. – создана Корейская фьючерсная ассоциация (Korean Futures Association);
- июль 1997 г. – запущен рынок опционов на KOSPI200.

Мы достаточно подробно рассмотрели начальный период развития корейского финансового рынка потому, что многие меры, которые были реализованы в Корее именно в этот период, остаются до сих пор не реализованными в России. Для нас корейский опыт развития финансового рынка интересен прежде всего стартовыми мероприятиями по повышению его конкурентоспособности.

6.2. Азиатский финансовый кризис и меры по выходу из него

Феноменальные темпы экономического роста стран Юго-Восточной Азии в конце 90-х годов XX в. сменились девальвацией их национальных валют, банкротством национальных банков, а также общей стагнацией их экономик. Указанные явления в совокупности получили название азиатского финансового кризиса, который формально начался 2 июля 1997 г. в Таиланде, а затем в той или иной степени затронул остальные страны Юго-Восточной Азии.

Одной из азиатских стран, по которым указанный кризис ударил сильнее всего, считается Южная Корея. В качестве причин этого на фоне общих причин для всех азиатских стран (рост кредитных пузырей в условиях фиксированных валютных курсов и др.) обычно выделяется существенная обремененность банковского сектора Южной Кореи невозвратными долгами чеболей. Данные долги были сформированы не в целях повышения прибыльности бизнеса, а для финансирования экстенсивного

развития чеболей посредством расширения занимаемой ими доли рынка, чему местные власти не оказывали противодействия. Назывались и другие причины особо острого воздействия азиатского кризиса на экономику Южной Кореи, среди которых необходимо указать также непрозрачность чеболей¹ и низкое качество корпоративного управления, прежде всего в тех же чеболях.

В период рассматриваемого кризиса произошло существенное ослабление национальной валюты Южной Кореи: ее курс упал с 800 до 1700 вон за доллар. Ключевую роль в спасении южнокорейской экономики сыграл Международный валютный фонд (МВФ), предоставивший стране пакет помощи в размере 57 млрд вон в обмен на проведение в ней серии экономических реформ, направленных в том числе на сокращение государственных расходов и снижение дефицита бюджета, отказ от санирования не являвшихся финансово устойчивыми и платежеспособными банков и финансовых институтов, введение обязательных публичных вливаний для проведения реструктуризации банков, реформирование чеболей, привлечение иностранных инвестиций в страну, а также значительное повышение процентных ставок.

Следует также отметить, что в период с начала азиатского финансового кризиса в Южной Корее происходило дальнейшее наполнение инфраструктуры ее финансового рынка. Из ключевых событий истории южнокорейского финансового рынка в данный период можно выделить следующие:

- апрель 1998 г. – создан мегарегулятор (до 2008 г. – единый надзорный орган, без функции правоустановления) Financial Supervisory Commission (FSC);
- сентябрь 1998 г. – опубликован и вступил в силу Security Investment Company Act;
- октябрь 1998 г. – запущен Комитет KOSDAQ;
- февраль 1999 г. – открыта KOFEX.

Выход из тяжелого кризиса осуществлялся не только на основе займов МВФ, но и при привлечении масштабных иностранных инвестиций в экономику, в том числе в финансовую сферу. За период 1998–2002 гг. доля иностранных инвесторов в капитале корейских банков увеличилась с 10 до 30%². В рамках выполнения условий предоставления займов МВФ были сняты все ограничения на иностранные портфельные инвестиции.

¹ Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и в других странах. М.: Дело, 1999. С. 105.

² Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 123.

В 1998 г. кардинально изменилась денежно-кредитная политика. На смену режиму таргетирования денежной массы пришел режим таргетирования инфляции¹. Были сняты все ограничения на движение курса национальной валюты и осуществлен переход на свободный плавающий курс на основе спроса и предложения.

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

Власти пошли на существенное сокращение числа банков, облегчив возможности их банкротства. Вместе с тем временно усилилась роль государства в банковской системе (в 2002 г. доля государства в капитале банковского сектора достигла 60%)².

6.3. Реформирование финансового рынка в 2000-х годах

Благодаря реализации в Южной Корее предложенных МВФ мер по спасению ее экономики к 2001 г. в стране был создан плацдарм для последующего реформирования южнокорейского финансового рынка для повышения его глобальной конкурентоспособности.

В целях развития финансового рынка страны из придатка, обслуживающего реальный сектор экономики, в самодостаточную отрасль, способную генерировать существенную добавленную стоимость для соответствующей экономики, был взят курс на превращение Южной Кореи в международный финансовый центр, в рамках которого была реализована начиная с 2005 г. масштабная комплексная реформа корейского финансового рынка.

Основными направлениями этой реформы стали:

- 1) принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act);
- 2) меры по объединению инфраструктуры финансового рынка (создание единой национальной универсальной биржи);
- 3) принятие единого закона для всех сегментов финансового рынка (Financial Investment Services and Capital Markets Act);
- 4) создание мегарегулятора, объединяющего регулятивные и надзорные функции в отношении всех сегментов финансового рынка;

¹ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 140.

² Там же. С. 166.

- 5) развитие рынка облигаций;
- 6) полная либерализация валютных операций;
- 7) принятие закона об учреждении финансового центра (Financial Hub Act);
- 8) подготовка специалистов по финансам международного уровня;
- 9) переход на международные стандарты бухгалтерской отчетности.

Основная часть направлений была реализована в соответствии с решениями, принятыми правительством Южной Кореи в 2006 г. (пп. 1, 5, 6, 7, 8). Вместе с тем часть направлений начала реализовываться еще с 2005 г., а другие – в соответствии с более поздними решениями.

Отличительная черта реформ южнокорейского финансового рынка заключается в том, что их движущей силой являлось национальное правительство. Кроме того, важным фактором, стимулирующим активные преобразования на финансовом рынке, стало проведение в Японии, которая воспринимается в Южной Корее как основной конкурент, схожих реформ¹.

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

Первая укрупненная группа объединяет направления, обозначенные нами в приведенном выше перечне под номерами 1–4. Охарактеризовать ее можно как усилия по унификации:

- финансовым институтам позволяется проводить различные финансовые операции, поэтому они становятся универсальными;
- унификация (кодификация) финансового законодательства;
- унификация органов регулирования и надзора – создание единого мегарегулятора;
- унификация организации торговли (создание единой универсальной биржи).

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

Между двумя укрупненными группами направлений реформ расположилось относительно локальное направление, предусматривающее развитие рынка облигаций. В то же время оно является частью более широкого круга направлений реформирования, старт которому был дан ранее и который можно охарактеризовать как расширение спектра инструментов.

¹ Yuta Seki. Capital Market Reform and the Challenges Facing the New Government in Korea // Nomura Journal of Capital Markets. Summer 2013. Vol. 5. No. 1.

Закон об объединении рынков капитала, вступивший в силу в 2009 г., отменил ранее существовавшее требование законодательства, которое запрещало компаниям финансового сектора предоставлять разнообразные финансовые услуги: осуществлять торговлю акциями и облигациями, управление активами, оказывать услуги инвестиционных банков. Новый закон позволяет финансовым компаниям более активно диверсифицировать свой бизнес, занимаясь несколькими видами деятельности на финансовом рынке¹.

В связи с этим одной из наиболее значимых реформ стало создание в 2005 г. единой национальной биржи Korea Exchange KRX посредством слияния трех действовавших на тот момент бирж: KSE, KOFEX и KOSDAQ. Головной офис новой биржи, а также ее подразделение, осуществляющее организацию торговли фьючерсными контрактами, размещены в Бусане в целях создания у данного города имиджа финансового центра², а подразделения, осуществляющие организацию торговли ценными бумагами, сохранены в Сеуле.

Знаменательным событием в реформировании южнокорейского финансового рынка стала публикация в 2007 г. Financial Investment Services and Capital Markets Act (далее – FSCMA), вступившего в силу в 2009 г. В FSCMA были интегрированы положения законов, регулировавших различные сегменты южнокорейского финансового рынка (например, SEA и FTA), а также устранены их недостатки, например, в части представления определения финансовых инструментов с использованием их свойств вместо приведения их исчерпывающего перечня.

Объединение отдельных регулирующих положений в рамках одного акта позволило также устранить имевшиеся между ними противоречия и снизить риски арбитража регулятивных норм. К тому же представленная в рамках FSCMA система регулирования характеризуется большей прозрачностью по сравнению с предыдущей, что, в свою очередь, оказывает положительное влияние на повышение доступности финансовых услуг для неквалифицированных инвесторов.

В феврале 2008 г. был образован полноценный мегарегулятор, объединяющий регулятивные (правоустанавливающие) и надзорные функции в отношении всех секторов финансового рынка – Financial Services Commission (FSC). Он был создан путем объединения Financial Supervisory Commission, являвшейся органом финансового надзора, с Бюро

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 368.

² В сентябрьском (2015 г.) рейтинге индекса глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/Yen Group Limited занимает 24-е место.

финансовой политики Министерства экономики, от которого были переданы правоустанавливающие функции. Кроме того, значительная часть полномочий была передана от Банка Кореи¹. Эта организационная трансформация произошла в рамках более широкой реформы архитектуры государственных органов, в результате которой было создано Министерство стратегии и финансов на основе объединения Министерства финансов и Министерства планирования и бюджета².

С преобразованием FSC в Корею сложилась отчасти уникальная система органов финансового регулирования, включающая два органа, сферы компетенции между которыми разделены по макрофункциональному принципу, но не отвечающая признакам все более популярной модели «twin peaks»³.

FSC является органом центрального правительства, ответственным за финансовую политику и финансовый надзор. В компетенцию Комиссии входят выработка финансовой политики, разработка проектов законодательных актов и других нормативных актов в области финансовых рынков, инспектирование финансовых институтов и применение к ним санкций в случае нарушений, надзор за рынками капитала.

Второй орган – Служба финансового надзора (Financial Supervisory Service – FSS), учрежденная в 1999 г., – позиционируется как единый корейский надзорный орган. Он осуществляет пруденциальный надзор над всеми видами финансовых институтов, надзор над рынком капитала, защиту потребителей финансовых услуг, а также другие надзорные и правоприменительные действия, делегированные от FSC.

Как видно из описания двух органов финансового регулирования и надзора в Корею, они очень близки с точки зрения позиционирования. Однако в реальности разделение труда между ними существует, и оно может быть описано, с одной стороны, характеристикой самой сложившейся в Корею системы финансового регулирования и надзора как «двухурневой системы» (the two-tier system), а с другой – отличиями в части реально выполняемых функций. FSC сконцентрирована на нормотворчестве и лицензировании, в то время как FSS осуществляет главным образом надзор всех видов и защиту прав потребителей финансовых услуг. Данная модель, как представляется, весьма близка к идеальному пред-

¹ URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_about/whatwedo.jsp?menu=01

² Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 162.

³ Подробнее см.: Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2015. № 4. С. 52–74.

ставлению об организации исполнительных органов власти, характерному для российской административной реформы середины 2000-х годов. Кроме того, FSC укомплектована госслужащими, в то время как в FSS работают сотрудники, которые не являются частью системы государственной гражданской службы.

В феврале 2009 г. произошло слияние организаций, регулировавших различные сегменты финансового рынка, в рамках Korea Financial Investment Association (KOFIA).

В целях стимулирования процесса привлечения компаниями заемных средств для развития бизнеса посредством финансового рынка, в частности рынка облигаций, в 2005 г. были внесены изменения в порядок налогообложения купонного дохода по облигациям, в связи с чем существенно снизился уровень искажения цен по таким финансовым инструментам. Развитие рынка облигаций, как уже отмечалось, осуществляется в рамках более широкого направления, стартовавшего в 2004 г., когда правительство объявило о дерегулировании рынка ценных бумаг для отмены ограничений и повышения конкурентоспособности компаний, работающих с ценными бумагами. Указанные компании получили право выпускать новые долевыe инструменты, секьюритизированные производные инструменты и производные инструменты, основанные на кредите, заниматься доверительным управлением активов и предоставлять консультационные услуги в области операций с недвижимостью¹.

Полная либерализация валютных операций была осуществлена в 2009 г. Она была дополнена отменой всех лимитов иностранных инвестиций и полной либерализацией доступа к рынку иностранных финансовых организаций на основе учреждения отделения или дочерней компании².

Закон об учреждении финансового центра (Financial Hub Act) был принят в 2003 г. с целью превращения Южной Кореи в региональный финансовый центр Северной Азии. В рамках этого закона предполагалось создание Центра по предоставлению международных финансовых услуг (International Financial Services Center – IFSC), который должен оказывать помощь корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки и соответственно зарубежным компаниям при

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 369.

² Там же.

выходе на корейский рынок. IFSC также должен оказывать информационную поддержку финансовым институтам¹.

В 2007 г. было объявлено о переводе бухгалтерского учета Южной Кореи на МСФО. При этом для публичных компаний подготовка финансовой отчетности в соответствии с МСФО стала обязательной, начиная с публикации отчетности за 2011 г.

В 2015 г. было объявлено, что мегарегулятор (FSC) будет реформировать корейский финансовый рынок под лозунгом «Новая стратегия лидерства» в целях усиления глобальной конкурентоспособности и поддержки экономического роста. Были сформулированы цели нового этапа реформ корейского финансового рынка. Предполагается, что этот этап будет основан на трех стратегиях²:

- способствовать самостоятельности и ответственности;
- усиливать поддержку реальной экономики;
- повышать конкурентоспособность финансового сектора.

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

6.4. Количественные характеристики результатов реформ

Реформы финансового сектора Кореи способствовали росту обобщающих показателей емкости финансового сектора, особенно после преодоления последствий азиатского кризиса (см. *рис. 15*).

После преодоления последствий азиатского кризиса начался устойчивый трендовый рост капитализации Кореи в долях ВВП, продолжилось увеличение соотношения стоимости облигаций в обращении и ВВП (см. *рис. 16*).

¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 368.

² New Leadership's Strategy: Policy Direction for Financial Reform. – Financial Services Commission. 11.05.2015. Режим доступа: URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_policy/highlights.jsp?bbsid=BBS0128

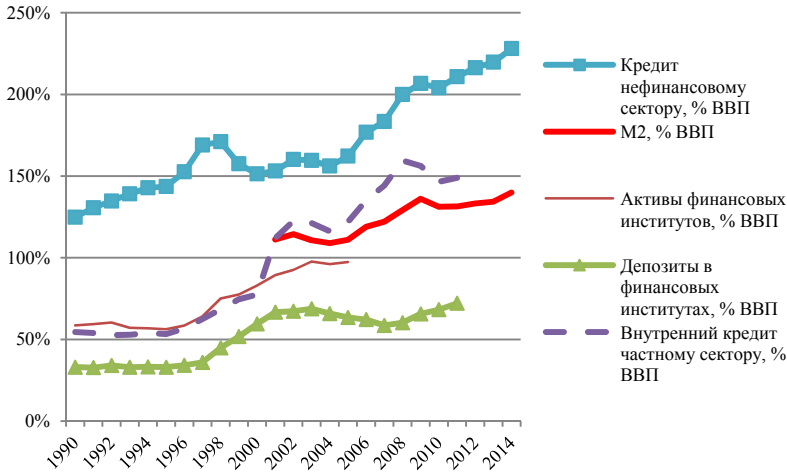


Рис. 15. Показатели емкости финансового сектора Кореи

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD).

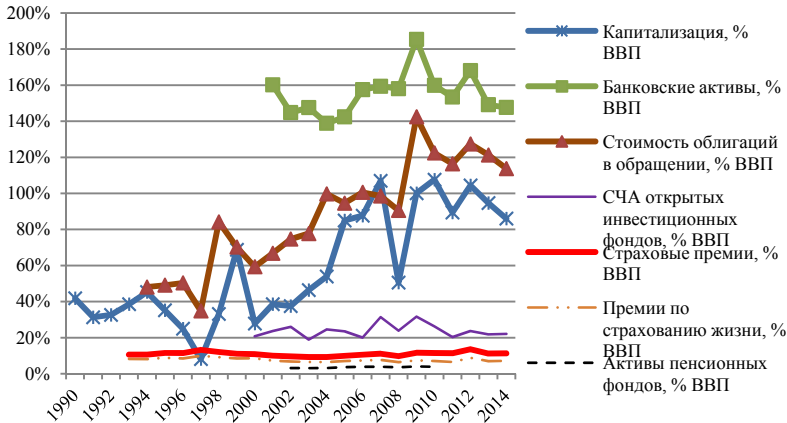


Рис. 16. Показатели емкости отдельных сегментов финансового рынка Кореи

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD), Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges), Банка международных расчетов (BIS), Института инвестиционных компаний (ICI), SwissRe.

Наряду с этим показатели, характеризующие емкость секторов финансового рынка с точки зрения соотношения стоимости активов финансовых организаций того или иного типа и ВВП, за последние 15 лет практически не изменились. Но в данном случае необходимо учитывать, что уже достигнутые к середине или концу 1990-х годов показатели емкости банковского и страхового секторов и сектора институтов коллективных инвестиций уже были на уровне, характерном не столько для стран с развивающимися финансовыми рынками, сколько для развитых финансовых рынков.

7. Индия. Программа «Сто малых шагов» (2009 г.) и предшествующие реформы

Финансовый рынок Индии, относящийся к категории развивающихся финансовых рынков, в то же время имеет весьма длительную историю, уходящую в XIX в. Бомбейская фондовая биржа является старейшей в Азии, она была основана в 1875 г. С начала XX в. в Индии функционировали еще несколько бирж (в Калькутте, Мадрасе и других городах), большинство из которых сохранились до сегодняшних дней.

Индийский Закон о компаниях впервые был принят в 1895 г., прошел многочисленные совершенствования, но после обретения страной независимости (1947 г.) был разработан и принят в 1956 г. новый Закон о компаниях. Этот закон объединил лучшую корпоративную практику из периода английской колониальной эпохи, в то же время он подвергается постоянному совершенствованию.

Закон о контроле над сделками с ценными бумагами действует с 1925 г., закон о выпусках акций – с 1947 г., билль о контрактах на ценные бумаги – с 1954 г. Индийское законодательство в значительной мере основано на английских юридических традициях, на английском праве и английских судебных институтах.

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

7.1. Экономические реформы в Индии до 2009 г.

Наиболее кардинальная экономическая реформа в Индии началась в 1991 г. как ответ на замедление экономического роста, катастрофическое положение населения (ставшее следствием устойчивого 40-летнего опережения темпов роста населения над темпами роста экономики), угрозу суверенного дефолта. Первые робкие шаги в сторону либерализации были сделаны еще в 1980-х годах (примерами в данном случае могут служить «Новая электронная политика» (НЭП) Индиры Ганди, предусматривавшая организацию притока технологий с Запада, и смягчение политики импортозамещения при Радживе Ганди), но они не дали необходимого масштабного эффекта. Поэтому новый премьер-министр Нарасимха Рао drastically расширил полномочия тогдашнему министру финансов Манмохану Сингху, который провел комплексную либеральную реформу.

Основные направления реформы экономики Индии 1991 г. свидетельствуют о крайне быстром и резком переходе к принципиально новому режиму регулирования, основанному на максимально полном снятии ограничений, развитии массовой частной предпринимательской инициативы:

- резкое упрощение системы ограничений на создание собственного бизнеса и занятие бизнесом, в том числе практически полная ликвидация (в 25 отраслях из 27) системы лицензирования;
- введение конвертируемости национальной валюты (рупии);
- открытие для иностранных инвесторов фондовых рынков и непубличных корпораций (полное открытие для иностранных инвестиций публичных компаний и резкое увеличение предельных долей иностранных инвесторов в непубличных корпорациях);
- приватизация большого количества государственных компаний;
- снижение налоговой нагрузки.

Реформы в Индии 1990-х – 2000-х годов имеют свою специфику, что позволило некоторым исследователям назвать индийскую концепцию либеральных реформ в целом «Делийским консенсусом». По своей значимости и достигнутым позитивным результатам он представляет собой своеобразную альтернативу неолиберальному «Вашингтонскому консенсусу» и сопоставим с реализуемым ныне в Китае «Пекинским консенсусом»¹. Министр финансов Индии в 2012–2014 гг. П. Чидамбарам с гордостью говорил: «Основой наших экономических реформ являются либерализация, приватизация и глобализация»².

По многим позициям реформу 1991 г. в Индии можно характеризовать как либертарианскую, которая значительно отличалась от классических либеральных реформ глубиной и скоростью преобразований.

В рамках этой реформы были проведены кардинальные преобразования финансового сектора страны. В начале 1990-х годов в Индии были созданы финансовые регуляторы современного типа. В 1992 г. был образован Совет по ценным бумагам и биржам (SEBI – Securities and Exchange Board of India) в соответствии с Законом о Совете по ценным бумагам и биржам Индии. SEBI был создан в качестве неправительственной организации, лишенной правоустанавливающей функции, в 1995 г. были вне-

¹ Галищева Н.В. Внешнеэкономическая политика Индии в условиях либеральных реформ. Автореф. дисс. на соиск. учен. степ. д-ра экон. наук. М., 2013.

² Чидамбарам П. Экономика Индии: Реформы и будущие испытания. Центр индийской культуры Дальневосточного государственного университета. Режим доступа: URL: <http://cci.wl.dvgu.ru/reform.htm>

сены соответствующие поправки в закон, и Совет получил право формировать нормы регулирования на фондовом рынке. Полномочия Совета были повторно расширены в 1998 г.

В 1994 г. был создан надзорный орган банковского сектора – Совет по финансовому надзору (Board for Financial Supervision – BFS) в качестве комитета совета директоров Резервного банка Индии. Под руководством этого Совета действуют два подразделения Резервного банка Индии – Департамент банковского надзора (Department of Banking Supervision – DBS) и Департамент небанковского надзора (Department of Non-Banking Supervision – DNBS), выделенные в 1997 г. из ранее единого надзорного департамента Резервного банка Индии.

Спецификой Индии, укрепившейся в период реформ 1991 г., стало формирование максимально диверсифицированной системы финансового регулирования и надзора, предполагающей крайне высокую степень специализации отдельных органов. Квалифицировать ее как ярко выраженную функциональную или как ярко выраженную институциональную модель финансового регулирования не представляется возможным – отдельные органы регулирования и надзора специализированы по принципу выделения институтов, однако другие созданы в результате выделения в качестве сферы ответственности определенных функций. При этом множественность регулирующих и надзорных органов неизбежно создает многочисленные ситуации пересечения интересов и дублирования функций.

Наиболее заметным отличием индийской архитектуры финансового регулирования от сложившихся в мире стандартных моделей регулятивной архитектуры является отделение вопросов корпоративного управления и в целом надзора за деятельностью нефинансовых корпораций, являющихся эмитентами эмиссионных ценных бумаг, от прочих вопросов финансового регулирования и надзора. Вопросы корпоративного поведения и развития были отнесены к ведению Министерства финансов. В рамках министерства специально был создан Департамент по делам компаний, основной задачей которого стало обеспечение адекватного управления корпоративным сектором путем реализации положений Закона о компаниях. Указом президента Индии от 27 мая 2004 г. департамент был преобразован в отдельное Министерство по делам компаний, а Указом от 9 мая 2007 г. оно было переименовано и стало называться Министерством по делам корпораций (Ministry of Corporate Affairs – MCA)¹.

На это министерство возложены функции по корпоративной реформе, продвижению и закреплению в практике передовых норм и стандартов

¹ Ministry of Corporate Affairs. Induction Material (Prepared by Coordination Section). New Delhi, 2011. P. 5.

корпоративного управления, по проведению государственной конкурентной (антимонопольной) политики, по защите прав инвесторов, а также по обеспечению раскрытия информации. Министерство (непосредственно или через свои дочерние службы, включая федерального и региональных регистраторов компаний) регистрирует компании, директоров компаний, электронно-цифровые подписи, эмиссии ценных бумаг компаний, контролирует выполнение корпоративного законодательства, собирает и раскрывает корпоративную отчетность, включая финансовую отчетность корпораций.

31 мая 1991 г. был создан Совет по реализации закона о компаниях, квазисудебный орган, в функции которого был передан ряд полномочий, ранее находившихся в ведении Верховного суда и правительства¹.

Другим важным отличием индийской модели финансового регулирования является сохранение секторального разделения регулирования и надзора, при котором за каждым сектором финансового рынка закреплена свой регулятор. Рынок ценных бумаг и производных инструментов, банковский сектор, страховой сектор и сектор пенсионных продуктов регулируются отдельно каждый своим регулятором и/или надзорным органом.

Банковский надзор осуществляется в соответствии с утвержденным в Индии подходом CAMELS (Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Systems & Controls), предполагающим сочетание контроля достаточности капитала, качества активов, качества управления, доходов (прибыли), ликвидности и систем внутреннего контроля².

Страховая отрасль Индии имеет длительную историю, при этом государственный надзор в данном секторе финансового рынка появился относительно недавно. В 1957 г. был сформирован Генеральный совет по страхованию, который разработал и ввел в действие Кодекс честного ведения страхового бизнеса и добросовестных практик в страховании, ставший основой для принятого в 1972 г. Закона об общем страховании. В 1993 г. правительство Индии создало специальный комитет для выработки рекомендаций по реформе страхования в Индии. На основании рекомендаций этого комитета страховой сектор Индии был открыт для иностранных компаний, а в 2000 г. был создан специальный регулятор для страхового сектора – Агентство по регулированию и развитию страхования (Insurance Regulatory and Development Authority – IRDA). В 2002 г. были преобразованы филиалы крупнейшей в Индии государственной

¹ Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, Россия, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Паблицерз, 2010. С. 90–91.

² Там же. С. 78.

корпорации общего страхования Индии (General Insurance Corporation of India) в частные корпорации общего страхования, что резко повысило уровень конкуренции на страховом рынке Индии. На сегодняшний день IRDA имеет все полномочия в области контроля и развития страховой индустрии и защиты интересов страхователей и обладает независимым статусом¹.

В результате создания IRDA, выполняющего надзорные функции, в Индии была отменена монополия на страхование и перестрахование. Наиболее существенными элементами реформы страхового сектора в 2000-х годах можно считать разрешение иностранным инвесторам владеть до 40% капитала индийских страховщиков, 20-кратное увеличение размера требования к минимальному капиталу страховой организации (до 1,0 млрд рупий), а также отмену обязательной цессии (перестрахования) в пользу национальной перестраховочной компании.

1 февраля 2014 г. был создан отдельный регулятор на рынке пенсионного инвестирования. Указанное агентство (The Pension Fund Regulatory & Development Authority – PFRDA) было учреждено в соответствии с Законом об Агентстве по регулированию и развитию пенсионных фондов, принятым 19 сентября 2013 г. PFRDA регулирует негосударственные пенсионные фонды, в которые направляются взносы сотрудников государственного и частного секторов, включая сотрудников «неорганизованного», т.е. теневого сектора экономики.

Индийский подход к формированию национального финансового рынка имеет *ряд особенностей, отличающих Индию от других стран развивающимися финансовыми рынками.*

Во-первых, в данной стране благодаря долгосрочной традиции функционирования акционерных обществ выработались свои подходы к корпоративному управлению.

В Индии велика роль независимых директоров в обеспечении контроля за деятельностью менеджеров в корпорациях, особенно в корпорациях с распыленной собственностью. Упор на независимых директоров как наиболее действенный инструмент разрешения агентской проблемы в корпорациях с распыленной собственностью наиболее ярко выражен именно в Индии, хотя этот же подход, пусть и с существенными отличиями, реализуется также в Гонконге, Сингапуре и Южной Африке.

В рамках этого подхода предполагается, что члены совета директоров, не имеющие личной заинтересованности в корпорации, наилучшим образом будут осуществлять контроль за деятельностью менеджеров и

¹ History of insurance in India. New Delhi, Insurance Regulatory and Development Authority, 2011.

представлять интересы «распыленного» собственника. В Индии установлены требования, стимулирующие наиболее активное участие независимых директоров в работе совета директоров, их широкое представительство в совете директоров и явное перераспределение в пользу независимых директоров «баланса сил» в совете директоров, чем в среднем на развивающихся финансовых рынках.

Так, в правилах листинга индийских фондовых бирж устанавливаются следующие требования по количеству независимых директоров в совете директоров (следует отметить, что в Индии понятия «независимый директор» и «неисполнительный директор», насколько мы можем судить, совпадают):

- Если председатель – «неисполнительный» директор, то независимых директоров в совете директоров должно быть как минимум 1/3.
- Если председатель – исполнительный директор, то независимых директоров в совете директоров должно быть как минимум 1/2¹.

Следует отметить, что появление опции «одна треть» произошло относительно недавно – в 2008 г.² До этого требование 50%-ного присутствия независимых директоров в советах директоров было жестким. При этом существует отдельное требование о том, что совет директоров должен характеризоваться оптимальным сочетанием (по количеству) исполнительных и «неисполнительных» (независимых) директоров. То есть в дополнение к минимальным количественным значениям устанавливается качественное требование, позволяющее использовать квалифицированное суждение относительно оптимальности доли независимых директоров, в том числе в судебных разбирательствах, осуществляемых в рамках английского права. Мы можем предположить, что на практике это может означать необходимость увеличения присутствия независимых директоров в совете директоров по мере снижения уровня концентрации собственности в корпорации.

Стандарты корпоративного управления в Индии, по признанию ряда исследователей, намного жестче, чем в других азиатских странах, и даже строже, чем во многих странах ОЭСР³.

Но при этом, стремясь снизить издержки компаний, связанные с необходимостью следования жестким стандартам корпоративного управления, в Индии несколько отошли от классического для корпоративного

¹ Данилов Ю.А. Описание основных параметров системы листинга в странах с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками. Аналитический доклад к обсуждению новой модели листинга. М.: ЦРФР, 2011. С. 18.

² Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной и О. Швыркова. М.: Альпина Паблшерз, 2010. С. 87.

³ Там же. С. 72.

управления принципа «выполни или объясни (причины невыполнения)». Критерии листинга на индийских биржах не охватывают всех стандартов корпоративного управления, они требуют исполнения наиболее важных стандартов¹.

Во-вторых, Индия характеризуется чрезвычайно высокой раздробленностью инфраструктуры финансового рынка. В стране работают 22 биржи, из которых лишь 2 крупнейшие широко известны за пределами Индии. Соответственно, вокруг каждой биржи формировалась своя учетно-расчетная инфраструктура, и дефрагментация индийского рынка долго была и отчасти еще остается одной из наиболее серьезных проблем индийского финансового рынка. В то же время Индия одна из первых в мире перешла на стандарты расчетов T+2, внедрила институт центрального контрагента, что обеспечило высокий уровень риск-менеджмента в депозитарно-клиринговой подотрасли. Еще раньше – в 1996 г. – также одна из первых в странах с развивающимися финансовыми рынками Индия создала национальную расчетно-клиринговую систему, объединившую разрозненные расчетные системы, завязанные на разные биржи².

В-третьих, дефрагментация рынка сформировала такую своеобразную модель компенсационных фондов, которая предполагает создание при каждой из по крайней мере 2 крупнейших бирж своего отдельного компенсационного фонда, деятельность которого регламентирована руководством, утвержденным Министерством финансов³.

В-четвертых, в Индии чрезвычайно широко применяются специализированные суды, причем их специализация может быть достаточно узкой. Используются не только финансовые трибуналы, рассматривающие спорные вопросы, возникающие в связи с деятельностью на финансовом рынке, но и специальный суд по взысканию долгов, специальный арбитраж по рассмотрению правомочности деятельности регуляторов и т.д.

Существенным аспектом деятельности финансовых регуляторов является тот факт, что в Индии они встроены в достаточно жесткую систему централизованного планирования, не характерную для большинства стран развивающегося мира. Стратегическое планирование в Индии осуществляется на основе пятилетних планов развития. Первый такой план охватывал период с 1951 по 1956 г. Он включал 39 разделов и 7 приложений. В 1990 г. политическая обстановка не позволила разработать

¹ Данилов Ю.А. Описание основных параметров системы листинга в странах с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками. Аналитический доклад к обсуждению новой модели листинга. М.: ЦРФР, 2011. С. 19.

² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008. С. 258, 276.

³ Там же. С. 279.

очередной пятилетний план, поэтому в 1991 и 1992 гг. разрабатывались только годовые планы. Первые 8 пятилетних планов предусматривали рост общественного сектора с обширными инвестициями в тяжелую индустрию. Начиная с разработки 9-го пятилетнего плана (1997 г.) упор на развитие государственного сектора больше не делался, и план становился постепенно все более индикативным.

В настоящее время принят 12-й пятилетний план, охватывающий период 2012–2017 гг. Он состоит из трех частей (часть 1 – «Быстрый, более инклюзивный и устойчивый рост»; часть 2 – «Экономический сектор»; часть 3 – «Социальный сектор») общим объемом более 1100 страниц, не считая прилагаемых к плану документов (объясняющих выбор приоритетов, подходов, фиксирующих позиции участников разработки плана на этапе работы рабочих групп).

Вместе с тем, в отличие от систем социалистического планирования, в которых государство играло доминирующую роль, индийское стратегическое планирование исходит из необходимости применения государственных ресурсов в целях стимулирования развития частного сектора, повышения глобальной конкурентоспособности через государственные меры по повышению конкуренции и эффективности внутреннего частного производства. Данный подход позволил охарактеризовать индийскую модель стратегического планирования как «сбалансированное государственное регулирование»¹.

Наличие государственного планирования в Индии позволяет проводить (или, по крайней мере, пытаться проводить) четко акцентированную структурную политику, в том числе путем выделения приоритетных секторов, на развитие которых нацеливается вся система стимулов государственной политики.

Деятельность индийских финансовых регулирующих и надзорных органов планируется в том числе посредством целеполагающих документов RFD (Results-Framework Document), в значительной мере аналогичных Докладам о результатах и основных направлениях деятельности (ДРОНД), внедренных в России в рамках административной реформы в середине 2000-х годов.

Особое место в системе правительственных органов, вырабатывающих стратегию развития Индии в целом и отдельных секторов, повышения качества отдельных элементов эффективности общественной организации, занимает Комиссия по планированию правительства Индии (Planning Commission, Government of India).

¹ Галищева Н.В. Внешнеэкономическая политика Индии в условиях либеральных реформ. Автореф. дисс. на соиск. учен. степ. д-ра экон. наук. М., 2013. С. 52.

Комиссия по планированию была учреждена в 1950 г. решением правительства Индии. Первым председателем комиссии стал Джавахарлал Неру. Основной задачей, поставленной перед комиссией, стала разработка первого пятилетнего плана с определением приоритетов развития и возможных ресурсов для его выполнения.

Именно эта комиссия выдала мандат группе авторитетных экспертов на разработку стратегии развития финансового сектора Индии, которая была опубликована в 2009 г. в документе под названием «Сто малых шагов» («A Hundred Small Steps»)¹.

7.2. Основные положения программы реформ 2009 г.

Как уже отмечалось, Индия отличается от других стран, разработавших программы формирования и/или развития МФЦ, максимально широким охватом в такой программе факторов успешного развития национального финансового рынка и позиционирования его как МФЦ. В этом плане индийская программа «Сто малых шагов», разработанная под руководством экономиста с мировым именем Рагхурама Раджана, ближе всего к идеологии развития Гонконга как МФЦ. Как немецкая, так и российская программы концентрировались в основном на вопросах развития финансового рынка (прежде всего небанковского сектора). Индийская программа наряду с вопросами реформирования собственно финансовой системы охватывает проблематику инвестиционного климата и особенно вопросы оптимизации макроэкономического регулирования.

По поводу необходимости новой реформы финансового сектора Индии авторы программы указывают, что ее обоснование можно давать двумя способами.

Первый: слишком многое еще нужно сделать. С точки зрения различного инвестиционного спроса для большинства индийцев финансовые услуги недоступны. С точки зрения оптовых финансовых институтов они пока еще не соответствуют масштабу и сложности запросов со стороны крупных индийских корпораций. Работу значительной части финансовой системы затрудняют случаи политического вмешательства и бюрократические препоны.

Второй: от такой реформы можно получить очень многое. Финансовый сектор Индии создал такие мощности, которые при правильном политическом решении позволят ему расти чрезвычайно высокими темпами как в национальном масштабе, так и на международном уровне. Он

¹ A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. New Delhi: Planning Commission, Government of India, 2009.

может генерировать много хорошо оплачиваемых рабочих мест, формировать многочисленные мультипликативные эффекты, влияющие на экономический рост. Реформа финансового сектора, по мнению разработчиков программы, может добавить от 1 до 2 процентных пунктов в темпы экономического роста Индии¹.

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

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

В программе реформ 2009 г. сформулировано 35 рекомендаций², которые мы приводим ниже. Рекомендации 1 и 2 касаются создания благоприятных макроэкономических условий для развития. Рекомендации 3–6 ориентированы на расширение доступа к финансовому рынку. Рекомендации 7–12 направлены на выравнивание условий конкуренции. Рекомендации 13–19 нацелены на создание более эффективных и ликвидных рынков. Рекомендации 20–28 разработаны в целях создания благоприятного для роста регуляторного обеспечения (и включают в том числе рекомендации по изменению законодательства и по изменению архитектуры финансового регулирования). Рекомендации 29–35 нацелены на создание сильной инфраструктуры кредитного рынка.

Рекомендация 1. Резервный банк Индии должен иметь простую формальную цель, непосредственно связанную со снижением инфляции (выраженной либо в точном значении, либо в диапазоне значений) на среднесрочную перспективу, и продвигаться к этой цели, используя единый критерий. Таким критерием должна стать краткосрочная ставка процента по РЕПО и обратным РЕПО.

Рекомендация 2. Открыть путь для иностранных инвестиций в корпоративные и государственные облигации, номинал которых выражен в рупиях, после формирования четких основ денежной политики.

Рекомендация 3. Разрешить более широкий доступ на рынок для частных хорошо управляемых мелких банков, привлекающих депозиты, ком-

¹ A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. New Delhi: Planning Commission, Government of India, 2009. P. 1.

² Ibid. P. 5–19.

пенсирюя их высокий риск требованиями высоких норм адекватности капитала, строгим запретом сделок со связанными сторонами и низкими нормативами концентрации. Создать надзорные возможности для обеспечения жесткого мониторинга таких банков.

Рекомендация 4. Либерализовать регулирование банковских корреспондентских отношений таким образом, чтобы широкий круг местных агентов мог предоставлять расширенный перечень финансовых услуг. Использовать технологии, одновременно сокращающие издержки и ограничивающие обман и искажения.

Рекомендация 5. Предложить сертификаты займа приоритетных секторов (Priority Sector Loan Certificates – PSLC) всем лицам, предоставляющим займы подходящим категориям в приоритетных секторах. Позволить банкам покупать такие сертификаты.

Рекомендация 6. Либерализовать процентные ставки, которые могут устанавливаться кредитными институтами, одновременно сделав кредиты доступными для бедных слоев населения, но при этом потребовать следующее: а) полная прозрачность действительных эффективных затрат заемщика на выплату процентных ставок, выраженных в процентах годовых; б) периодическое публичное раскрытие максимальных и средних процентных ставок, устанавливаемых кредитором; в) только тот кредит, который по своим процентным ставкам попадает в данный диапазон, установленный на локальном уровне, может соответствовать условиям программы PSLC.

Либерализация процентных ставок позволит формализованному сектору кредитовать бедные слои населения, вытеснив «черных ростовщиков».

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

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

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

Рекомендация 9. После начала процесса укрепления советов директоров снять с этих банков повышенный режим надзора, так как в условиях должного управления данными банками под надзором советов директоров дополнительный надзор оказывается излишним.

Рекомендация 10. Сделать более либеральными разрешения слияний и поглощений, включая случаи участия в них зарегистрированных в Индии филиалов иностранных банков.

Рекомендация 11. Позволить банкам открывать отделения и устанавливать банкоматы везде, где они считают необходимым.

Рекомендация 12. Позволить структурным частям холдингов совместно с материнскими компаниями холдингов владеть филиалами с регулируемыми видами деятельности. При этом предлагается передать надзор над холдинговыми компаниями Агентству по надзору над финансовым сектором (Financial Sector Oversight Agency), а надзор над подразделениями останется в ведении профильного регулятора. Для того чтобы владеть банком, холдинговая компания должна быть хорошо диверсифицирована. Таким образом, в Индии можно будет создавать универсальные банки через структурирование холдинга.

Рекомендация 13. Передать все аспекты регулирования торговой деятельности Совету по ценным бумагам и инвестициям. В то же время, несмотря на такую передачу, в секторах, где сохранятся полномочия нескольких регуляторов (как, например, на рынке государственных облигаций), регуляторы должны сотрудничать.

Рекомендация 14. Поощрять создание секторов финансового рынка, которые в настоящий момент отсутствуют (как, например, процентные биржевые фонды и процентные деривативы).

Рекомендация 15. Прекратить создание неопределенности для инвестора путем приостановки торгов. Необходимо адресное действие при подозрении в манипулировании.

Рекомендация 16. Создать концепцию единого (консолидированного) членства на всех сегментах биржи для квалифицированных инвесторов (вместо текущего состояния, когда для торгового доступа к новой группе продуктов необходимо получать членство на отдельном торговом сегменте, на котором торгуются эти продукты). Консолидированное членство даст право торговать всеми торгуемыми на бирже продуктами на едином торговом терминале с консолидированным маржированием.

Рекомендация 17. Поощрять создание «профессиональных» рынков и бирж с высоким размером торгового лота, которые имеют ограниченный доступ только для квалифицированных инвесторов (классификация в качестве таковых должна осуществляться на основе показателя «чистого

богатства» и уровня финансовых знаний) и на которых могут торговаться более сложные финансовые продукты.

Рекомендация 18. Создавать более дружественную среду для инноваций, ускоряя процесс одобрения (допуска) продуктов, в ходе которого необходимо концентрироваться на анализе системных рисков, мошенничества, прозрачности, исполнения контрактов и приемлемости практик продажи таких продуктов. Порог входа таких продуктов на профессиональные рынки, предусмотренный рекомендацией 16, должен быть низким, что позволит создать возможности для экспериментов.

Рекомендация 19. Позволить более активное участие иностранных инвесторов на внутренних рынках, аналогично тому, что предлагается в рекомендации 2. Повысить участие внутренних инвесторов за счет сокращения ограничений на выбор инвестиционных инструментов для институциональных инвесторов. Очень осторожно заменять принцип «благо-разумного инвестора» там, где это позволительно, на судебный базис, опираясь на который, институциональный инвестор мог бы решать вопрос о приемлемости для инвестирования тех или иных инструментов. Сделать акцент на обеспечение доступа широких масс публики к рынкам связанных с акциями продуктов (equity-linked products) как составной части общего продвижения к более высокой степени финансовой доступности.

Рекомендация 20. Законодательство, регулирующее финансовый сектор, должно строиться на основе только очень четких целей и четко очерченных принципов. Аналогичная позиция была у экспертов высокого уровня Комитета по превращению Бомбея в международный финансовый центр: по их мнению, законодательство, регулирующее финансовый сектор, должно быть кардинально изменено с тем, чтобы оно строилось на более широких фундаментальных принципах, а не фокусировалось на отдельных узкоспециальных правилах.

Рекомендация 21. Парламент, опираясь на Министерство финансов и на экспертное мнение, а также на закрепленные в законодательстве принципы, должен установить нормы по снижению регулятивной нагрузки, применяемой к каждому регулятору каждые 5 лет. Каждый регулятор должен ежегодно предоставлять специальному комитету доклад, в котором он будет объяснять, какие меры были приняты по снижению регулятивной/надзорной нагрузки. Обсуждение этих докладов должно быть публичным.

Рекомендация 22. Действия регулятора должны быть предметом рассмотрения Апелляционного трибунала финансового сектора (Financial

Sector Appellate Tribunal), который следует учредить вместо Апелляционного трибунала рынка ценных бумаг (Securities Appellate Tribunal) или наряду с ним.

Рекомендация 23. Передача надзора за всеми депозитными учреждениями в ведение Резервного банка Индии. Ситуации, когда полномочия разделены между несколькими регуляторами, должны быть постепенно устранены. Надзорные мощности Резервного банка Индии должны быть увеличены для решения этой задачи.

Рекомендация 24. Распределение между регуляторами функции надзора за компаниями должно быть проведено таким образом, чтобы Совет по ценным бумагам и биржам осуществлял надзор за котирующимися компаниями, в то время как все не представленные на бирже компании отчитывались перед Министерством по корпоративным делам Индии. Так как финансовые конгломераты и холдинги начинают доминировать в финансовой системе, становится особенно важной консолидация системы надзора. Более того, перетоки капиталов и рисков между различными секторами финансовой системы делают необходимой коммуникацию между регуляторами на высшем уровне. Регуляторам необходимо видеть финансовую систему в целом для осуществления скоординированных корректирующих действий и устранения несоответствия в применяемых ими подходах.

Рекомендация 25. Должно быть создано Агентство по надзору за финансовым сектором (Financial Sector Oversight Agency – FSOA) для осуществления макропруденциального регулирования и надзора за финансовыми регуляторами Индии, для мониторинга макроэкономических рисков и контроля за крупными системно значимыми финансовыми конгломератами, для предупреждения потенциальных рисков и стимулирования совместных действий регуляторов по работе с этими рисками, для предупреждения конфликтов между регуляторами.

Следует отметить, что авторы программы считают нецелесообразным создание мегарегулятора на данном этапе реформ. Вместо этого планируется преобразовать текущую многоуровневую систему регулирования, закрепив все полномочия за существующими отраслевыми регуляторами.

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

Рекомендация 27. Учредить Офис финансового омбудсмена (Office of the Financial Ombudsman – OFO), объединив существующие аналогичные офисы разных регуляторов, для взаимодействия между домохозяйствами и финансовой индустрией. Потребитель сталкивается с интегральным

портфелем финансовых услуг, и для него критически важно иметь «одно окно» для подачи жалоб. Интегральный омбудсмен сможет отслеживать продажи различных продуктов, степень прозрачности ценообразования на них и их соответствие для разных целевых групп потребителей. Кроме того, с учетом того что долги домохозяйств растут, омбудсмен мог бы стать институтом досудебного разрешения конфликтов по поводу урегулирования долга.

Рекомендация 28. Усилить функционал Корпорации по страхованию депозитов и кредитов (Deposit Insurance and Credit Guarantee Corporation – DICGC) в целях мониторинга рисков, санации проблемных банков и внедрения детального плана по противодействию кризисным ситуациям, придания рыночной ориентации ценообразованию на премию за страхование депозитов.

Рекомендация 29. Ускорить процесс создания уникальных национальных идентификационных номеров с включением биометрических параметров идентификации. По мнению авторов программы, эта мера критически важна в условиях крайне слабой инфраструктуры кредитного рынка и является главным фактором, сдерживающим повышение уровня финансовой доступности.

Рекомендация 30. Перейти от системы, в которой информация преимущественно распределяется среди институтов, предоставляющих кредиты, на основе взаимного обмена, к системе подписки, в которой информация накапливается кредитными бюро из разных источников, и к накопленной информации предоставляется доступ подписчикам.

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

Рекомендация 32. Ограничения на аренду должны быть пересмотрены таким образом, чтобы аренду можно было формализовать в контрактах, которые затем могли бы служить в качестве базиса для заимствований.

Рекомендация 33. Полномочия, которые в настоящее время Законом о секьюритизации (Securitisation and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act, 2002 – SRFAESI) даны только банкам, государственным финансовым организациям и компаниям финансирования жилищного строительства, должны быть предоставлены всем институциональным кредиторам.

Рекомендация 34. Ускорить выход на рынок большого количества хорошо капитализированных компаний по реконструкции активов (asset reconstruction companies – ARCs), включая учрежденные вместе с иностранными банками. Компании по реконструкции активов (ARCs) являются относительно специфическим индийским явлением. Их аналоги в других странах обычно представляют собой более широкий класс компаний, созданных для специальных целей (SPV). Однако в Индии полномочия и возможности ARCs четко описаны, благодаря чему они имеют более высокую надежность, чем просто SPV, и активно развиваются. Основным направлением использования ARCs является секьюритизация необслуживаемых активов. В первом приближении, с учетом последнего замечания, ARCs представляют собой портфель необслуживаемых активов, на которые выпускаются долговые ценные бумаги. ARCs также описываются как аутсорсинговый вариант для банков при секьюритизации ими проблемных активов¹.

Рекомендация 35. Авторы программы очертили большое количество рекомендуемых для включения в Кодекс о банкротствах положений, которые также целесообразно включить в Закон о компаниях.

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

7.3. Количественные и качественные характеристики результатов реформ

В настоящее время пока еще недостаточно фактов, позволяющих охарактеризовать индийские реформы финансового сектора как однозначно успешные. Повышение доли финансового сектора в экономике Индии началось после азиатского кризиса (см. *рис. 17*).

¹ Chakrabarti M. The Role of Asset Reconstruction Companies (ARCs) in Non-Performing Assets (NPAs) Management in Indian Banking Sector: An Empirical Study // Abhinav International Monthly Refereed Journal of Research in Management & Technology. 2015. May. Vol. 4. Iss. 5. P. 56–66.

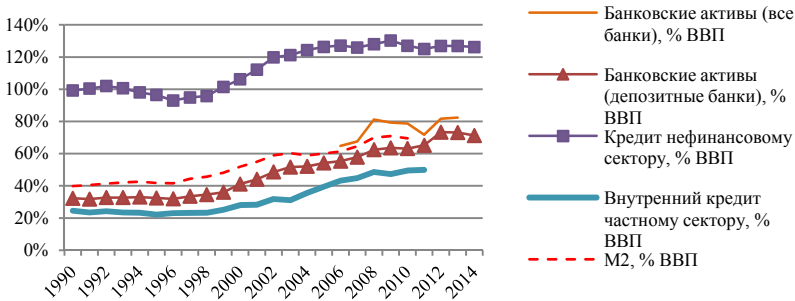


Рис. 17. Показатели емкости финансового сектора Индии

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка (Global Financial Development Database – GFDD) и Резервного банка Индии (RBI).

Однако в кризис 2007–2009 гг. поступательный рост большинства показателей емкости финансового сектора нарушился, и дальнейшая их динамика плохо прогнозируется.

Пока нельзя сделать однозначного вывода о влиянии плана реформ 2009 г. на емкость крупнейших сегментов финансового рынка Индии – рынков акций и облигаций, а также банковского сектора. Сейчас можно говорить только о стабилизации показателя емкости рынка облигаций относительно ВВП и наметившейся тенденции к росту показателей капитализации и емкости банковского сектора по отношению к ВВП (см. рис. 18). Если же анализировать изменение емкости сегмента коллективных инвестиций, то обращает на себя внимание заметное снижение после кризиса 2007–2009 гг. емкости страхового сектора при тенденции к росту емкости сектора взаимных фондов (см. рис. 19).

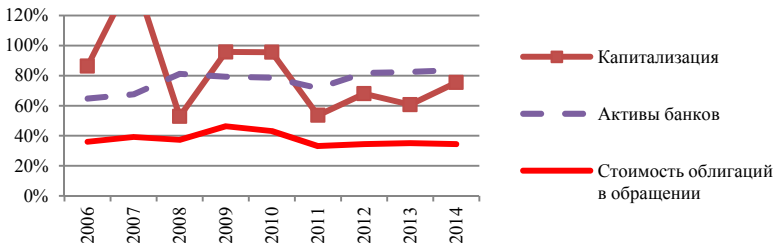


Рис. 18. Показатели емкости сегментов финансового рынка Индии (рынки акций и облигаций, банковский сектор), % ВВП

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges), Банка международных расчетов (BIS) и Резервного банка Индии (RBI).

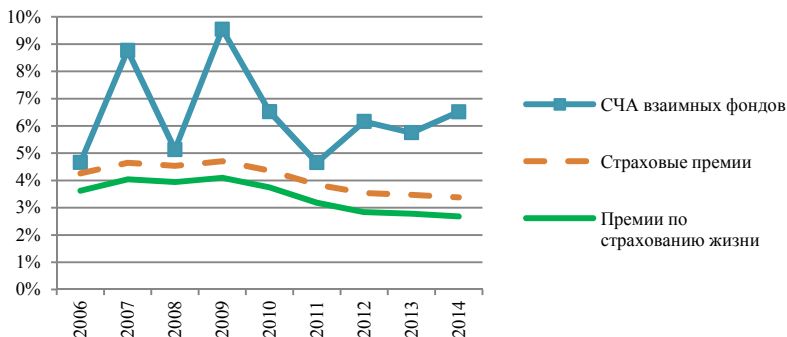


Рис. 19. Показатели емкости институтов коллективных инвестиций Индии, % ВВП

Источник: рассчитано по данным Института инвестиционных компаний (ICI), компании SwissRe и Резервного банка Индии (RBI).

Обобщая анализ количественных показателей, характеризующих емкость финансового сектора Индии и важнейших сегментов ее финансового рынка, нельзя сделать вывод о позитивном влиянии плана реформ 2009 г. на все эти показатели. Тем не менее существуют позиции, по которым можно сделать вывод об успешности реформирования финансового сектора Индии. Анализируя причины, побудившие к разработке программы «Сто малых шагов», и содержательное наполнение сформулированных в этой программе рекомендаций, логично будет заключить, что программа не направлена на увеличение емкости финансового сектора. Основные цели данной программы лежат в области структурных характеристик и воздействия на экономический рост.

Важнейшая цель индийских реформ – расширение доступа на финансовый рынок, или, в данном случае точнее будет прямой перевод термина inclusion, вовлечение как можно большего числа индийцев в операции на финансовом рынке. В развитие программы «Сто малых шагов» был разработан «План обеспечения финансовой доступности Индии» («Financial Inclusion Plan» – FIP), в рамках которого каждый финансовый регулятор отвечает за достижение определенного количества показателей, характеризующих финансовую доступность в рамках компетенции данного финансового регулятора. В качестве примера приведем некоторые показатели плана обеспечения финансовой доступности Индии, находящиеся в сфере контроля национального банка – Резервного банка Индии (см. табл. 4).

Таблица 4

**Плановые показатели повышения финансовой доступности
в Индии в части банковского сектора**

Показатели	Год, заканчивающийся			Прирост за последний год
	в марте 2010 г.	в марте 2014 г.	в марте 2015 г.	
Точки доступа к банковским услугам в деревнях – офисы, шт.	33 378	46 126	49 571	3 445
Точки доступа к банковским услугам в деревнях – внеофисный режим, шт.	34 316	337 678	504 142	166 464
Точки доступа к банковским услугам в деревнях – всего, шт.	67 694	383 804	553 713	169 909
Городские территории, покрываемые корреспондентами банков, количество	447	60 730	96 847	36 117
Базисные сберегательные счета, млн счетов	73,5	243,0	398,1	155,1
Сумма средств на базисных сберегательных счетах, млрд рупий	55	312,3	439,5	127,3
Доступные мощности по получению овердрафта по базисным сберегательным счетам, млн шт.	0,2	5,9	7,6	1,7
Доступные мощности по получению овердрафта по базисным сберегательным счетам, млрд рупий	0,1	16,0	19,9	3,9
Кредитные карточки, выпущенные для сельскохозяйственных рабочих, млн шт.	24,3	39,9	42,5	2,6
Сумма средств, зачисленных на кредитные карточки сельскохозяйственных рабочих, млрд рупий	1 240,1	3 684,5	4 382,3	697,8
Обычные кредитные карточки, млн шт.	1,4	7,4	9,2	1,8
Сумма средств, зачисленных на обычные кредитные карточки, млрд рупий	35,1	1 096,9	1 301,6	204,7

Источник: Report of the Central Board of Directors on the working of the Reserve Bank of India for the year ended June 30, 2015. P. 73.

Структурная политика, реализуемая правительством Индии, находит отражение в целевых показателях в сфере финансовых рынков. В рамках этой политики выделяются приоритетные сферы экономики, и задачей финансовых регуляторов становится увеличение объема инвестиций, направляемых в эти сферы. В настоящее время в качестве приоритетов выделяются сельскохозяйственный сектор и сектор малых и средних предприятий. Соответственно, Резервный банк Индии в своем годовом отчете отчитывается по достижению плановых показателей: при плани-

руемом объеме сельскохозяйственных кредитов на 2014/2015 финансовый год в размере 8 трлн рупий фактическое значение объема кредитов, полученных сельскохозяйственными предприятиями, составило 8 трлн 406 млрд рупий. Объем потока кредитов в сферу малого и среднего предпринимательства в 2015 г. достиг 9,66 трлн рупий, что превышает уровень 2014 г. на 13,6%¹.

Через повышение финансовой доступности, а также через опережающее развитие приоритетных секторов достигается решение еще одной крайне актуальной для Индии задачи – повышение темпов экономического развития с одновременным повышением устойчивости этого развития. Темпам роста ВВП Индии свойственна более высокая волатильность, чем другим крупнейшим развивающимся экономикам Юго-Восточной Азии (см. *рис. 20*).

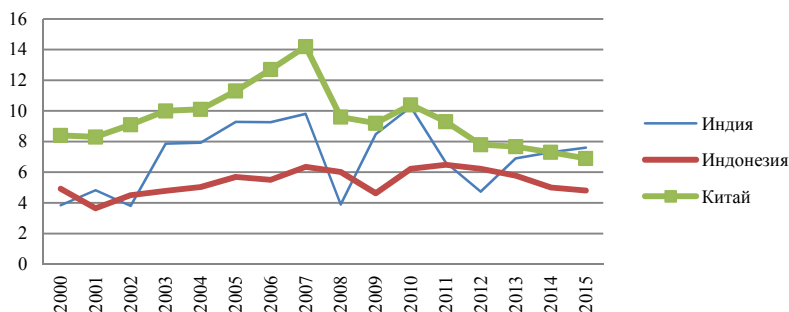


Рис. 20. Годовые темпы прироста ВВП Индии, Китая и Индонезии, %

Источник: Всемирный банк (World Bank national accounts data).

Если рассматривать предпринятые в рамках реализации программы «Сто малых шагов» усилия под этим углом зрения, то можно заметить, что они дают определенные результаты. Действительно, на фоне снижения темпов роста экономик Китая и Индонезии индийская экономика растет в последние годы с увеличивающимися или стабильными темпами, а разброс значений показателей темпов прироста ВВП Индии уменьшился. Есть определенные основания предполагать, что это в том числе связано с успехами и в части повышения финансовой доступности, и в части увеличения финансирования приоритетных сегментов экономики.

¹ Report of the Central Board of Directors on the working of the Reserve Bank of India for the year ended June 30, 2015. P. 70, 71. Режим доступа: URL: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/AnnualReport/PDFs/00A157C1B5E6984F6EA8137C57AAEF493C.PDF>

Заключение. Возможность использования в России опыта финансовых реформ в странах-конкурентах

Меры по созданию и развитию финансового рынка, реализованные в России, в значительной мере совпадают с мерами, реализованными в других странах в рамках создания и совершенствования национальных финансовых рынков и повышения их глобальной конкурентоспособности.

Все эти меры следует разделить на *две группы*:

- 1) по формированию основ (в том числе законодательной и инфраструктурной) функционирования финансового рынка;
- 2) по дальнейшему развитию и совершенствованию финансового рынка.

В первую группу мер входят:

- создание законодательной базы (закон об акционерных обществах или закон о компаниях, закон о банках и банковской деятельности, закон о рынке ценных бумаг, закон об инвестиционных фондах, закон об организации страхового дела и т.д.);
- приватизация;
- создание адекватного режима валютного регулирования в странах, где он уже был создан, – либерализация валютного режима (характерная для большинства стран с развивающимися финансовыми рынками в начале 1990-х годов);
- создание финансовой индустрии (банки, профессиональные участники рынка ценных бумаг, страховые компании, институты коллективных инвестиций и т.д.) и инфраструктуры финансового рынка (биржи, клиринговые организации, институты учетно-расчетной инфраструктуры и т.д.);
- создание органов финансового регулирования и надзора.

Содержание мер данного этапа стандартно для разных стран, в части этих мер существуют лишь некоторые различия между странами, связанные с наличием специфических национальных особенностей. Более подробно обсуждать национальные особенности в рамках данной группы мер мы не будем, так как, на наш взгляд, их актуальность невелика, и в подавляющем большинстве эти мероприятия уже были реализованы.

В рамках *второй группы* наблюдаются значительные совпадения мер, осуществленных в разных странах. Шаги, предпринятые в России (в том числе предусмотренные Стратегиями развития финансового рынка на период до 2008 г., на период до 2020 г., а также Концепцией создания МФЦ в России), в основном соответствуют рекомендациям международных

финансовых организаций. Они также в значительной степени согласуются с теми мерами, которые были реализованы в странах с развитыми финансовыми рынками, в Индии и в некоторых других странах.

Однако мы видим, что результаты получились разные. В отличие от конкурентов по глобальному рынку капиталов, Россия не только не достигла прогресса в развитии финансового рынка, но и по большинству объективных показателей кардинально ухудшила свои конкурентные позиции на глобальном финансовом рынке. Наши соседи из Республики Казахстан также не смогли достичь целей, сформулированных при разработке «Программы регионального развития финансового центра Алматы (РФЦА)» 2006 г. В настоящее время в Казахстане предпринимается новая попытка создания МФЦ, сформулированная в Программе «Сто конкретных шагов» 2015 г.

На наш взгляд, существуют *три группы причин*, предопределяющих отличия российского (и отчасти казахстанского) опыта от опыта более успешных программ развития и реформирования финансового сектора (включая программы по формированию МФЦ) в странах – конкурентах России на мировом финансовом рынке:

- «идеологические» причины;
- качество государства;
- множество нереализованных стратегических решений и прикладных мер, касающихся собственно финансового рынка.

«Идеологические» причины. В течение длительного времени мы пытались преодолеть многие факторы этой группы под лозунгом улучшения инвестиционного климата. Однако большинство такого рода задач, которые мы ставили в 1999 г.¹, остаются актуальными и сегодня. Нежелание улучшать инвестиционный климат, безусловно, связано и с качеством государства. Однако существуют и традиции (институты), источником которых выступают в значительной степени идеологические конструкции (именуемые также национальной культурой или социокультурными характеристиками), которые препятствуют созданию не только хорошего инвестиционного климата, но и многих других предпосылок успешной реформы финансового сектора. Эти традиции (институты) и обеспечивают «залипание в колее», т.е. препятствуют переходу России на более высокую траекторию развития², обязательным условием которого в современной экономике выступает модернизация финансового

¹ Инвестиционный климат в России / Ясин Е.Г., Астапович А.З., Данилов Ю.А., Косыгина А.В. М.: Экспертный институт, 1999.

² Аузан А.А. «Эффект колеи». Проблема зависимости от траектории предшествующего развития – эволюция гипотез // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2015. № 1.

сектора, приводящая к опережающему развитию финансового сектора и/или к значительному повышению его эффективности.

На наш взгляд, такими традициями, опирающимися на идеологические конструкции, являются:

- пренебрежение к «маленькому человеку», его дискриминация;
- сохранение имперских ценностей прошлых веков вопреки очевидному изменению сравнительной эффективности инструментов развития.

Эти традиции взаимосвязаны, обе ставят интересы государства выше интересов личности.

Дискриминация «маленького человека» имеет множество оттенков, но в приложении к проблемам развития финансового рынка она принимает форму пренебрежения к тем финансовым ресурсам, которые аккумулируют домохозяйства и которые в большинстве стран мира являются основным источником финансирования модернизации реального сектора. В России даже самые либеральные советники президента и правительства предпочитают рекомендовать решить проблему дефицита инвестиций в той или иной области путем выделения государственных ресурсов или, на худой конец, инвестиций квазигосударственных банков и корпораций. Сбережения домохозяйств при этом остаются в неэффективной с точки зрения задач развития экономики форме – в виде вложений в иностранную валюту или в виде краткосрочных депозитов.

Однако опора на крупные государственные и квазигосударственные инвестиции не ведет к созданию мощной и динамичной экономики. Бетонную стену можно построить только с применением мельчайших частиц песка и цемента, и только при их наличии крупные глыбы могут быть закреплены надежно и усиливать мощь конструкции. Так и в финансовой сфере – без мелких капиталов, инвестируемых мелкими частными инвесторами, вложения крупных государственных структур кардинально теряют в эффективности, а общая конструкция финансового рынка остается слабой и неустойчивой.

Называемое иногда в качестве причины неразвитости финансового сектора отсутствие денег у населения опровергается примерами Китая и Индии. В Китае (где доход на душу населения¹ в 2014 г. составил 56% российского уровня) мелкий частный инвестор стал основной фигурой, предъявляющей спрос на финансовые инструменты. В Индии (где доход на душу населения в 2014 г. составил 12% российского уровня) стоимость чистых активов открытых инвестиционных фондов на душу населения почти в 10 раз больше, чем в России (103,9 долл. против 10,5 долл.).

¹ Здесь и в следующем примере используется показатель валового национального дохода на душу населения, рассчитанный по Атлас-методу (данные Всемирного банка).

В Китае и Индии внимание к «маленькому человеку», к его «маленькой денежке» способствует аккумуляции значительных инвестиционных ресурсов, работающих на благо экономики этих стран. И напротив, сохранение в России социокультурной нормы пренебрежения мелким инвестором ведет к потере мощного инвестиционного ресурса.

В современной государственной элите господствуют ценности и представления прошлых веков, отдающие приоритет имперским атрибутам, но не рассматривающие финансовый сектор в качестве мощного инструмента развития национальной экономики и повышения роли страны в мире. В России до сих пор считается, что поддержание армии и силовых структур важнее, чем обеспечение высокой емкости и высокой эффективности финансового сектора. С точки зрения реалий современной экономики и современной геополитики эти представления безнадежно устарели. Сохранение данной социокультурной нормы ведет к неоптимальному расставлению приоритетов, при котором задачи развития финансового сектора оказываются на втором плане, что в значительной мере предопределяет его неразвитость в России.

Качество государства. Мы постарались выстроить меры, принимаемые иностранными государствами в целях повышения глобальной конкурентоспособности своих национальных рынков, включая меры по организации самого процесса стратегического планирования и выполнения утвержденных стратегий и программ, в определенной иерархии, которая, на наш взгляд, наблюдается в практике реализации данных мер в странах – конкурентах России на мировом рынке капитала. Оказалось, что в соответствии с этой иерархией самыми важными факторами, предопределяющими успех программ развития финансовых рынков, являются факторы, прямо связанные с качеством выполнения государством своих функций, в первую очередь в части стратегического планирования и управления.

Первым фактором эффективности мер и программ в целом, бросающимся в глаза при сопоставлении успешных (успешно реализованных) программ развития национальных финансовых рынков и повышения их глобальной конкурентоспособности с неуспешными и нереализованными программами, является обязательность выполнения самой стратегии или программы.

В Германии, Китае, Гонконге, Корее программы реформирования национального финансового рынка выполнялись в безусловном порядке. При этом в Китае и Корее наиболее ярко проявилась последовательная цепь реформ, где каждая последующая реформа опиралась на достижения предыдущей. Реформы могли быть реализованы с незначительной задержкой по срокам, но они обязательно осуществлялись, и поставленные

цели достигались. После очередного этапа могли оставаться проблемы, которые, как выяснялось, нельзя было решить в ходе запланированных реформ. Данные проблемы решались на следующем этапе.

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

- наличие ответственных за всю программу и за каждую составную часть программы, при этом ответственность носит преимущественно политический характер (неисполнение означает фактически автоматическое прекращение политической карьеры без достойной компенсации и возможности перейти на высокооплачиваемую работу в бизнес);
- правильно и взвешенно сформированную иерархию задач программы, адекватно увязанную с другими целями и задачами государственных органов;
- вовлечение в достижение результатов программы всех заинтересованных лиц и постоянное эффективное их взаимодействие, приводящее к поиску оптимальных решений с точки зрения достижения целей программы;
- эффективное содействие всех государственных органов органу, назначенному ответственным за тот или иной элемент стратегии или программы, в ходе решения задач, сформулированных в стратегии (программе).

В России и в Казахстане, где аналогичные программы не были выполнены, не было государственного органа, который бы мог четко отслеживать выполнение поставленных целей и тем более отвечать за выполнение программы. Следовательно, для реализации мер по повышению глобальной конкурентоспособности финансового рынка необходимо добиться безусловного выполнения стратегических программ, сформулированных в качестве инструмента такого повышения. В существующей структуре государственных органов России и в существующей иерархии экономических и политических интересов ответственных должностных лиц добиться этого невозможно.

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

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

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

Четвертый фактор – приоритетное внимание вопросам стимулировать внутренних инвестиций, готовность и умение государства учитывать интересы мелкого инвестора.

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

Строго говоря, емкий внутренний спрос на инструменты инвестирования является единственной защитой для развивающегося финансового рынка от мировых кризисов. В отличие от США, и отчасти Европы и Японии, имеющих высокие рейтинги долговых инструментов, развивающиеся рынки лишены возможности защиты от мировой турбулентности путем привлечения иностранных капиталов. В этих ситуациях они могут надеяться только на внутреннего инвестора.

Пятый фактор – формулирование целей и задач как перечня ситуаций (условий функционирования рынка), которые должны быть достигнуты (созданы) к определенному моменту (а не в виде перечня законов, которые нужно принять, как это практикуется в России).

При этом решение о разработке законопроектов или иных нормативных актов, необходимых для достижения задач, поставленных в стратегии, принимает конкретный орган государственной власти, в сфере компетенции которого находятся вопросы, требующие совершенствования

нормативной базы, и который несет ответственность за принятие или непринятие такого решения. В рамках работы над реализацией программы (стратегии) государственные органы проявляют реальную заинтересованность в достижении результатов, а не следуют по пути формального изготовления того или иного документа (законопроекта, нормативного акта, доклада и т.д.).

Шестой фактор – успешно реализованные стратегии развития финансового рынка и/или отдельных секторов финансового рынка тесно взаимосвязаны с планами и стратегиями социально-экономического развития, несмотря на возможное различие горизонтов планирования. Данная взаимная увязка происходила как по мероприятиям, так и по целевым индикаторам.

Из рассмотренных выше стран по крайней мере в трех из них (в Китае, Корее, Индии) программы развития финансовых рынков координируются с пятилетними планами развития страны. При этом положения, касающиеся развития финансового рынка, входят в сами пятилетние планы. Но, кроме того, существуют специальные стратегии развития финансового рынка, которые не связаны пятилетним горизонтом и которые определяют цели, задачи и целевые индикаторы развития финансового рынка на долгосрочную перспективу.

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

В Корее программные меры по реформированию финансового рынка также увязываются с программами инновационного развития экономики. Цели и задачи реформы финансового рынка включаются в трехлетний план экономических инноваций. Новая стратегия лидерства, выдвинутая в Корее в 2015 г., предполагает в качестве важнейшей задачи финансового сектора усилить поддержку реальной экономики.

Седьмой фактор – усиленное внимание к эффективности регуляторов и адекватности архитектуры финансового регулирования; самосовершенствование системы финансового регулирования и регуляторов.

Сами регуляторы и органы, которым они подотчетны, прилагают постоянные усилия по повышению эффективности органов регулирования и надзора. Среди весьма интересных инструментов в этой области (не все из которых применимы в России) следует указать:

- создание и поддержание в постоянном работающем состоянии дискуссионной площадки по повышению качества процессов регулирования и надзора;
- внедрение высоких стандартов корпоративного управления в самом регуляторе;
- наличие в каждой стране с успешно реформируемым финансовым рынком национального института ценных бумаг, являющегося надежным помощником регулятора и других органов власти при определении ключевых проблем развития национального рынка капитала;
- наличие постоянно действующих совещаний регулятора с поднадзорными организациями, в том числе в целях поиска наилучших вариантов модернизации законодательства;
- наличие специального трибунала, в котором можно оспорить деятельность регулятора.

Все выделенные нами семь факторов успеха относятся к вопросам эффективности деятельности государственных органов, т.е. качества государства. Безусловно, достижение высокого уровня качества государства опирается на благоприятную социокультурную среду и на эффективные юридические институты (защищенность прав собственности, эффективная судебная система). В Германии, Гонконге, Китае и Корее реализация успешных стратегий развития финансового рынка происходит в рамках благоприятных культурных установок, к которым относятся следующие:

- а) ориентация исполнителей на достижение результата;
- б) отсутствие результата воспринимается как позор, такое поведение недопустимо в рамках данных культурных стандартов;
- в) привычка оперировать при разработке и реализации стратегий долгосрочными горизонтами.

Множество нереализованных стратегических решений и прикладных мер, касающихся собственно финансового рынка. Последней, самой крупной группой отличий России от более успешных (в плане реализации программ развития финансовых рынков) стран является набор принципиальных стратегических решений и вполне прикладных мер, осуществленных в рамках успешно реализованных программ развития финансовых рынков, но не реализованных в России. Несмотря на то что в условиях современного уровня глобализации большинство мер прикладного характера, направленных на совершенствование финансовых

рынков, концентрируются в форме рекомендаций международных финансовых организаций и доступны всем национальным правительствам и финансовым регуляторам, далеко не во всех юрисдикциях реализуется полный объем данных рекомендаций. Кроме того, многие страны с развивающимся финансовым рынком разрабатывают и осуществляют меры, которые учитывают особенности развивающегося финансового рынка и/или специфические национальные условия и оптимальны для развития национального финансового рынка. Такого рода меры также не слишком активно разрабатывались в России.

В рамках данной группы отличий следует указать блок мер, которые выступают факторами успешных реформ финансового сектора в других странах, но не реализовывались в России (мы перечисляем их в порядке значимости для успеха реформ финансового сектора).

Первое. Наличие ряда эффективно работающих институтов и механизмов, нацеленных на защиту инвесторов, которые отсутствуют в России.

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

- компенсационные фонды, в том числе объединенные в единую компенсационную систему;
- центры по защите прав инвесторов в ценные бумаги и программы защиты инвесторов;
- многочисленные механизмы, снижающие издержки инвесторов при разрешении спорных ситуаций или при обращениях к возможности защиты при явном нарушении их прав, в том числе:
 - специализированные суды и арбитражи;
 - многоуровневые механизмы разрешения споров на финансовом рынке, включающие услуги профессиональных медиаторов по спорам, связанным с ценными бумагами;
 - координация между медиацией и арбитражем;
- расширение прав миноритарных акционеров в рамках реформы корпоративного законодательства (особенно явно в Китае и Корее), в том числе:
 - обеспечение неуменьшения дивидендных платежей миноритарных акционеров при размещении акций новых выпусков;
 - установление и/или повышение уровня компенсаций акционерам за разводнение капитала публичными компаниями, в том числе в сделках слияний и поглощений;
- введение в правила торговли фондовых бирж:

- положений, направленных на сокращение потерь инвесторов в результате биржевых паник;
- жестких критериев листинга, стимулирующих в том числе высокую долю акций в свободном обращении.

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

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

В рамках данного блока мер особенно важна активная работа с банковским сектором как основным источником риска нестабильности. Как свидетельствует опыт Кореи и Китая, освобождение от «плохих» долгов является важным условием ускорения экономического роста, которое обеспечивается тем фактом, что финансовый рынок, не отягощенный «плохими» долгами, начинает в значительно большей мере финансировать экономический рост. Освобождение от «плохих» долгов также служит важнейшим фактором устойчивости финансового рынка.

Как показывает практика, существуют самые разнообразные меры по сокращению объема «плохих» кредитов, среди которых особенно интересны меры, успешно реализованные в Китае:

- корпоратизация (акционирование) и листинг крупнейших банков, ранее являвшихся непубличными обществами;
- приватизация государственных банков;
- расширение доступа иностранного капитала в национальную банковскую систему.

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

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

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

Третье. Постепенное усиление роли институциональных инвесторов.

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

- повышение разнообразия форм институтов коллективных инвестиций, в том числе за счет допуска иностранных институциональных инвесторов, расширения перечня разрешенных для инвестирования активов и т.д.;
- создание эффективной инфраструктуры, обеспечивающей функционирование институтов коллективных инвестиций и их взаимодействие с инвесторами (создание системы услуг по маршрутизации поручений и расчетам по сделкам с инструментами институтов коллективных инвестиций, введение электронно-цифровой подписи и т.д.).

Четвертое. Сочетание учета рекомендаций международных финансовых организаций с использованием национальных особенностей в качестве конкурентных преимуществ.

В настоящее время практически весь мир перешел на такие международные стандарты, как МСФО и Базель. Как показал анализ деятельности финансовых регуляторов рассматриваемых стран, все они практически в полном объеме выполнили рекомендации «Группы 20», сформулированные после кризиса 2008 г. Россия выполнила лишь часть этих рекомендаций, поэтому у нашей страны в данной сфере еще большое поле работы.

Вместе с тем, применяя передовой опыт и внедряя на национальном рынке международные стандарты, страны с успешно проведенными реформами демонстрируют способность эффективно использовать свои национальные особенности. Так, Китай умело применяет отсутствие об-

щедоступного пенсионного обеспечения для того, чтобы направить сбережения населения на фондовый рынок. Гонконг пользуется географической близостью Китая и величиной его экономики и финансового рынка для привлечения глобальной индустрии по управлению активами.

Пятое. Обеспечение полноты рынка.

Все рассмотренные нами страны заботятся об увеличении полноты финансового рынка и о диверсификации доступных инструментов. Объединив имеющийся опыт, можно выделить следующие направления увеличения разнообразия обращающихся на рынке инструментов:

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

Шестое. Развитие рыночной инфраструктуры.

Важнейшим направлением развития рыночной инфраструктуры в последние годы стало ее создание на внебиржевых рынках в целях повышения их надежности. Активно создаются репозитории, центральный контрагент для исполнения сделок на внебиржевом рынке. В данной части указанное направление реализуется в настоящее время и в России. Однако, наряду с этими мерами, тенденцией последнего времени на успешно развивающихся финансовых рынках стало создание:

- мостов между биржами;
- национальных котировальных систем;
- клиринговых мостов между различными клиринговыми системами (в том числе между национальными и глобальными) и т.д.

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

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

Среди последних тенденций в этой сфере следует выделить:

- расширение ответственности андеррайтеров за счет включения в их зону ответственности:
 - поручительства за достоверное раскрытие информации эмитентом;
 - контроля над соответствием эмиссионных документов законодательству;
 - сохранение сопровождения эмитента в качестве финансового консультанта на определенный период времени и после размещения;
- введение обязательности проведения дью дилидженс и раскрытия его результатов, в том числе перед регулятором в порядке надзора;
- совершенствование процедуры определения цены размещения в целях обеспечения возможно более справедливого ценообразования и соответственно сокращения волатильности рынка после размещения (в том числе за счет вовлечения в процесс определения цены размещения большого количества инвесторов и посредников);
- расширение периметра надзора в ходе IPO/SPO за счет включения в этот периметр надзора над раскрытием информации компаниями, намеренными выйти или выходящими на IPO (pre-IPO companies), и последующего надзора по итогам IPO.

Восьмое. Все страны с успешно реализованными реформами финансового сектора отличает стремление к превращению своей национальной валюты в свободно конвертируемую валюту (СКВ). Эта черта характерна для Кореи, Китая и Гонконга, хотя временные горизонты, которые эти страны отводят для превращения национальной валюты в СКВ, могут быть весьма длительными (Китай). Одновременно принимаются меры по превращению национальной валюты в валюту региональных расчетов в качестве промежуточной цели по отношению к цели превращения национальной валюты в СКВ.

Девятое. В последние годы в рамках успешных реформ финансового сектора заметную роль играют меры по обеспечению инклюзивности финансовых услуг, или, что то же самое, финансовой доступности (financial inclusion). Наиболее активны в этом направлении Китай и Индия. В Индии действует специальный план повышения финансовой доступности, причем по части целевых индикаторов этого плана ведется ежегодный контроль выполнения.

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

По итогам изучения опыта стран с успешно реформируемыми финансовыми рынками необходимо также отметить *три вопроса*, решение которых страны осуществляют разными способами.

Первый из таких вопросов – полезность создания единой универсальной биржи на национальном финансовом рынке. Единая биржа создается далеко не везде. Есть как плюсы, так и минусы такого решения. В Корее и Гонконге были проведены объединения бирж в единую национальную биржу (по разным вариантам), ставшие в значительной мере модельными для аналогичных преобразований в других странах мира. В Индии, напротив, сохраняются более 20 работающих бирж, при этом для повышения конкуренции в дополнение к крупнейшей (Бомбейской) бирже была создана Национальная фондовая биржа (в том же Бомбее). Две конкурирующие между собой биржи функционируют и на китайском фондовом рынке, а кроме них, действуют также срочные биржи.

Неслучайно Корея в настоящее время озаботилась проблемой стагнации биржевого рынка, которая, по мнению корейского мегарегулятора, является следствием недостаточно конкурентной среды для бирж. Одним из вариантов решения этой проблемы предложено преобразование биржевой компании в финансовый холдинг с выделением в качестве отдельных юридических лиц нескольких сегментов биржевого рынка¹.

Второй неоднозначный вопрос касается применения налоговых льгот для стимулирования прихода инвесторов, эмитентов и финансовых посредников на национальный финансовый рынок, имеющий форму международного финансового центра.

Результаты проведенного анализа указали на крайне ограниченное и осторожное применение налоговых льгот. Из рассмотренных стран такие льготы существуют только в Индии (льготы на долгосрочное держание ценных бумаг) и в Гонконге, но в Гонконге низкие налоговые ставки распространяются на всю экономику. Как выяснилось, не в области снижения налогов лежат наиболее мощные стимулы к развитию финансового рынка. Впрочем, налоговые льготы весьма действенны для изменения структуры инвестиций, а именно для повышения доли долгосрочных инвестиций.

¹ Financial Services Commission. Policy Direction for Capital Market Reform. 23.04.2015. Пежим доступа: URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=&nxPage=3

Третий дискуссионный вопрос – о разделении поля деятельности между коммерческими и инвестиционными банками. В странах с успешно развивающимися финансовыми рынками наблюдается общая тенденция – постепенное сближение банковской и небанковской финансовой деятельности, постепенное разрушение барьера между ними. Но тем не менее этот барьер еще остается в более явном виде в Китае, в менее явном виде – в Корее, Гонконге и Индии, в отличие от России, в которой отсутствие разделения рисков разной природы создает мощнейший системный риск.

И наконец, необходимо указать на очень важную закономерность, выявившуюся в ходе анализа. По крайней мере две страны, попавшие в глубокий кризис (Индия в 1991 г., Корея в 1998 г.), осуществили успешный выход из него исключительно через крайне резкую и быструю либерализацию. Китай также, сталкиваясь со снижением темпов роста национальной экономики, начал ускорять политику либерализации и открытости. Германия в начале 1990-х годов тоже опиралась на либерализацию как на один из основных инструментов по выводу финансового рынка из кризиса.

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

Литература

1. A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. New Delhi, Planning Commission, Government of India, 2009.
2. Arner D.W., Gibson E. Financial Regulation Structure in Hong Kong. Looking Forward // Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences. Ed. by R.H. Huang, D. Schoenmaker. L.; N.Y., Routledge, 2015.
3. Capital Market Promotion Act. Law No. 2046. Nov. 22, 1968.
4. Chakrabarti M. The Role of Asset Reconstruction Companies (ARCs) in Non-Performing Assets (NPAs) Management in Indian Banking Sector: An Empirical Study // Abhinav International Monthly Refereed Journal of Re-search in Management & Technology. 2015. May. Vol. 4. Iss. 5.
5. Chen Daisong. Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up. Asia Law Institute, Working Paper Series No. 005. August 2009.
6. China Banking Regulatory Commission 2014 Annual Report. Beijing: CBRC, 2015.
7. China Financial Stability Report 2013. Beijing: China Financial Publishing House, 2014.
8. China Financial Stability Report 2014. Beijing: China Financial Publishing House, 2015.
9. China Securities Regulatory Commission 2014 Annual Report.
10. China's Central Bank Issues Report on Financial Stability // China Daily Europe. 30 May. 2015.
11. Commercial Code of Korea. Law No. 1000. Jan. 20. 1962.
12. Decree of the State Council of the People's Republic of China «Regulations of the People's Republic of China on Administration of Foreignfunded Banks», adopted at the 155th Executive Meeting of the State Council on November 8. 2006.
13. Demirgüç-Kunt A., Levine R. Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth. M. Spence Growth Commission Background Paper 11, Washington, DC: World Bank, 2008.
14. Financial Services Commission. Policy Direction for Capital Market Reform. 23.04.2015. Режим доступа: URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=&nxPage=3
15. Finanzplatz Deutschland – Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen. März 1992.
16. Foreign Exchange Management Act. Law No. 933. Dec. 31. 1961.

17. Futures Trading Act of Dec. 29. 1995, as Act No. 5041.
18. Guidelines on Promoting Reform, Opening Up and Steady Developments of the Capital Market – China Securities Regulatory Commission, 29-07-2009.
19. Herd R., Pigott C., Hill S. China's Financial Sector Reforms. Economics Department Working Papers № 747. OECD, 2010.
20. HKMA Annual Report 2014. Hong Kong: HKMA, 2015.
21. Hong Kong Special Administrative Region Government. Hong Kong: The Facts. Hong Kong: Hong Kong Special Administrative Region Government Information Services Department, June 2015. Режим доступа: URL: http://www.gov.hk/en/about/abouthk/factsheets/docs/financial_services.pdf
22. URL: http://www.arfi.ru/news/index.php?SECTION_ID=3&ID=5614
23. URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_about/whatwedo.jsp?menu=01
24. URL: <http://www.interfax.ru/business/477181>
25. Jianhong Liu. China's Financial Markets and the Work of NAFMII. International Capital Market Association Conference 2015. 5 June. 2015.
26. King R.G., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108.
27. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth. In: Aghion P., Durlauf S. (ed.) Handbook of Economic Growth. 2005. Ed. 1. Vol. 1. Ch. 12.
28. Lucas R. On the Mechanics of Economic Development // Journal of Monetary Economics. 1988. Vol. XXII.
29. Ministry of Corporate Affairs. Induction Material (Prepared by Coordination Section). New Delhi, 2011.
30. MPFA – Mandatory Provident Fund Schemes Authority Annual Report 2014/15.
31. National Bureau Statistics of China. China Statistical Yearbooks (1996–2013).
32. Navigating the new financial world. Hong Kong: HSBC, 2015.
33. New Leadership's Strategy: Policy Direction for Financial Reform. Financial Services Commission. 11.05.2015. Режим доступа: URL: http://www.fsc.go.kr/eng/new_policy/highlights.jsp?bbsid=BBS0128
34. Offshore Financial Centers. IMF Background Paper. June 23, 2000. Режим доступа: URL: <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm#table1>
35. Presidential Decree No. 618. Mar. 30. 1962.
36. Report of the Central Board of Directors on the working of the Reserve Bank of India for the year ended June 30. 2015. P. 70, 71. Режим доступа:

- URL: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/AnnualReport/PDFs/00A157C1B5ECBE6984F6EA8137C57AAEF493C.PDF>
37. Robinson J. The Rate of Interest and Other Essays. L.: Macmillan, 1952.
 38. Sang-Hyun Song. Law and Policy of Securities Regulation in Korea // Pacific Rim Law and Policy Association. 1995. No. 3. P. 757–782.
 39. Schumpeter J. A. A Theory of Economic Development. Harvard University Press, 1911.
 40. Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972.
 41. Securities and Futures Commission. Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015.
 42. Securities and Futures Commission. Annual Report 2015–2016. Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2016.
 43. Securities and Futures Commission. Establishment of Securities and Futures Commission – Davidson Report. 28 May. 1988. Режим доступа: URL: <http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/aboutsfc/background/chapter2.pdf>
 44. Securities and Futures Commission. Fund Management Activities Survey 2014. Hong Kong: Securities and Futures Commission. July 2015.
 45. Securities and Futures Commission. Research Paper No. 57: Half-yearly Review of the Global and Local Securities Markets. 17 July. 2015.
 46. Securities Investment Trust Business Act, Law No. 2129 of August 4, 1969.
 47. Shang F. China's Capital Markets: Review and Expectation. London School of Economics. November 17, 2006.
 48. Sheng A. From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990's and 2000's. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
 49. Seki Y. Capital Market Reform and the Challenges Facing the New Government in Korea // Nomura Journal of Capital Markets. Summer 2013. Vol. 5. No.1.
 50. Simon S. M. Ho, Scott R.H., Wong K.A. The Hong Kong Financial System. A new Age. Oxford University Press, 2004.
 51. Wong S.M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism // Cato Journal. 2006. Vol. 26. No. 3.
 52. World Federation of Exchanges. IPO Database. Режим доступа: URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database>
 53. Zoromé A. Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition. IMF Working Paper. WP/07/87. April 2007.
 54. Аузан А.А. «Эффект колеи». Проблема зависимости от траектории предшествующего развития – эволюция гипотез // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2015. № 1.

55. Афонина С.Г., Ван Цзян, Лапшин В.А. Общий обзор китайского рынка облигаций [Электронный ресурс]: препринт WP16/2013/01. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2013.
56. База данных Всемирного банка World DataBank (URL: <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>).
57. Бергер Я.М. Экономическая стратегия Китая. М.: ИД «ФОРУМ», 2009.
58. Бочкарева Т. МММ Сергея Мавроди в Китае разогрела Биткоин. За месяц виртуальная валюта подорожала почти вдвое // Ведомости. 05.11.2015.
59. Буклемишев О.В., Данилов Ю.А. Экономическое лидерство и «лидерская рента» // Мировая экономика и международные отношения. 2015. № 10.
60. Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2015. № 4.
61. Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2009.
62. Галищева Н.В. Внешнеэкономическая политика Индии в условиях либеральных реформ. Автореф. дисс. на соиск. учен. степ. д-ра экон. наук. М., 2013.
63. Данилов Ю. Матрешки-убийцы // Эксперт. 2008. № 38.
64. Данилов Ю.А. Описание основных параметров системы листинга в странах с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками. Аналитический доклад к обсуждению новой модели листинга. М.: ЦРФР, 2011.
65. Дробышевский С.М., Худько Е.В., Великова Е.Е. Перспективы создания международного финансового центра в Российской Федерации. М.: Институт Гайдара, 2010.
66. Инвестиции в странах БРИКС: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной, О. Швыркова. М.: Альпина Пабlishерз, 2010.
67. Инвестиционный климат в России / Ясин Е.Г., Астапович А.З., Данилов Ю.А., Косыгина А.В. М.: Экспертный институт, 1999.
68. Коуз Р., Ван Н. Как Китай стал капиталистическим. М.: Новое издательство, 2016.
69. Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и в других странах. М.: Дело, 1999.
70. Постановление ЦК КПК по некоторым вопросам совершенствования системы социалистической рыночной экономики. 15 октября

- 2003 г. Режим доступа: URL: http://russian.people.com.cn/200310/15/rus20031015_81886.html
71. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008.
 72. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Паблишерз, 2007.
 73. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2008. № 12.
 74. Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996–2050 гг.) / отв. ред. М.Л. Титаренко. М.: Памятники исторической мысли, 2002.
 75. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014.
 76. Чидамбарам П. Экономика Индии: Реформы и будущие испытания. Центр индийской культуры Дальневосточного государственного университета. Режим доступа: URL: <http://cci.wl.dvgu.ru/reform.htm>

Институтом экономической политики имени Е.Т. Гайдара с 1996 года издается серия “Научные труды”. К настоящему времени в этой серии вышло в свет более 160 работ.

**Последние опубликованные работы
в серии “Научные труды”**

№ 170Р А. Дерюгин и др. *Актуальные проблемы в сфере бюджетной политики.* 2016.

№ 169Р Г. Идрисов. *Промышленная политика России в современных условиях.* 2016.

№ 168Р Е. Горюнов, Л. Котликофф, С. Синельников-Мурылев. *Теоретические основы бюджетного разрыва как показателя долгосрочной фискальной устойчивости и его оценка для России.* 2015.

№ 167Р С. Синельников-Мурылев и др. *Декомпозиция темпов роста ВВП России.* 2015.

№ 166Р А. Полбин, С. Дробышевский. *Построение динамической стохастической модели общего равновесия для российской экономики.* 2014.

№165Р Т. Евдокимова, А. Зубарев, П. Трунин. *Влияние реального обменного курса рубля на экономическую активность в России.* 2013.

№ 164Р И. Дежина. *Технологические платформы и инновационные кластеры: вместе или порознь?* 2013.

№ 163Р А. Пахомов. *Экспорт прямых инвестиций из России: очерки теории и практики.* 2012.

№ 162Р С. Наркевич. *Резервные валюты: факторы становления и роль в мировой экономике.* 2012.

Для заметок

Для заметок

Данилов Юрий Алексеевич

**Опыт реформ финансовых рынков
в странах – конкурентах России
на глобальном рынке капитала**

Редактор: Н. Главацкая, К. Мезенцева

Корректор: Н. Андрианова

Компьютерный дизайн: В. Юдичев

Подписано в печать 01.11.2016

Тираж 300 экз.

125993, г. Москва,

Газетный переулок, д. 3–5, стр. 1.

Тел. (495) 629–4713

Факс (495) 691–3594

www.iep.ru

E-mail: info@iep.ru

ISBN 978-5-93255-476-0



9 785932 155476 0