

© Рубцов Б.Б. (д.э.н., зав. кафедрой «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»  
Финансовой академии при Правительстве РФ)

## Фондовый рынок Республики Корея<sup>1</sup>

Среди стран Восточной и Юго-Восточной Азии Республика Корея занимает особое место. По своим масштабам страна выделяется из группы «азиатских тигров» (Корея, Тайвань, Сингапур, Гонконг): население - около 50 млн человек, ВВП – 800 млрд долл. (2009 г.). По сравнению с Малайзией, Таиландом, Филиппинами и Индонезией Южная Корея имеет более мощную и диверсифицированную промышленность и отличается заметно более высокими душевыми показателями ВВП (по текущему валютному курсу в 2009 г. примерно 16,4 тыс. долл., по паритету покупательной способности – 27,8 тыс. долл.). Ей принадлежит первое или одно из первых мест в мировом экспорте судов, полупроводников, стали, электронной бытовой техники, автомобилей. В 2009 г. корейская компания Samsung стала крупнейшей компанией в отрасли электроники.

Пример Южной Кореи – это история успеха страны, лишенной полезных ископаемых, изначально имевшей только отсталый аграрный сектор (более-менее важные промышленные предприятия до Второй мировой войны были в основном на севере корейского полуострова), понесшей колоссальные жертвы во время гражданской войны 1950-1953 г., в ходе которой погибло от 250 до 400 тыс. мирных граждан (общее число погибшего гражданского населения и на севере, и на юге полуострова составило от 1,5 до 3 млн.) и был полностью разрушен Сеул, ныне крупнейший город страны с населением более 10 млн. жителей.

Член ОЭСР, Южная Корея классифицируется Мировым банком как страна с высоким душевым доходом и как развитая экономика – Международным валютным фондом и ЦРУ США. Корея имеет очень высокий показатель Индекса человеческого развития (HDI), особенно по показателю уровня образования, где она занимает первое место в Азии и седьмое – в мире. Южная Корея признана самой инновационной страной среди ведущих экономик по версии Global Innovation Index. Корея занимает третье место в мире по количеству регистрируемых патентов.

Однако, хотя недавно Корея была включена в группу развитых рынков при расчете фондовых индексов семейства FTSE, все же пока еще, наряду с Тайванем, она в большинстве случаев по-прежнему относится к группе "формирующихся рынков" (emerging markets). Это связано с тем, что финансовый рынок страны менее развит и устойчив, чем в ведущих государствах. Если названия целого ряда компаний обрабатывающей промышленности страны широко известны во всем мире, то ни один из корейских банков, ни одна страховая компания или компания по ценным бумагам не может считаться игроком мирового класса. Даже после всех слияний самый крупный корейский банк - Kookmin Bank – в рэнкинге журнала The Banker (июль 2009 г.) находился только на 87-м месте в мире по величине активов (56 - капитала первого уровня).

В 1997 г. Корею, как и ряд азиатских стран, поразил сильнейший финансово-экономический кризис, который она преодолела быстрее и успешнее, чем соседи, при этом произошли существенные изменения в ее финансовой системе. До сих пор этот кризис считается самым серьезным испытанием для корейской экономики и к его истории и анализу его уроков неизменно возвращаются как корейские, так и иностранные исследователи. Даже мировой финансово-экономический кризис 2007-2010 гг. по степени воздействия на экономику Южной Кореи и ее финансовый сектор оказался значительно более мягким, чем предыдущий. Несмотря на очень сильную

---

<sup>1</sup> Опубликовано в ж. «Портфельный инвестор» №2, 2010

зависимость корейской экономики от внешнего рынка и серьезное падение экспорта, она пережила его значительно лучше, чем другие страны ОЭСР. Снижение ВВП в 2009 г. составило 0,8% против 3,5% по всем странам группы (хотя отдельные квартальные показатели были существенно ниже, чем у партнеров), безработица – 4% (против 9%), дефицит бюджета - менее 4% (против 8%)<sup>1</sup>.

## 1. Рынок акций

Как и в других странах, рынок акций Кореи биржевой. Общее количество акционерных обществ, чьи акции имеют котировку на бирже (основной рынок (763) и KOSDAQ (1036), см. ниже) составляет 1799 (2008 г.). Небольшое количество компаний торгуется на внебиржевом рынке FreeBoard.

Структура собственности в корейских акционерных компаниях претерпела заметные изменения за 90-е годы. Как и в других странах, значительно уменьшилась доля населения за счет институциональных инвесторов. Благодаря либерализации экономики резко выросла доля иностранных инвесторов.

В целом по структуре собственности Корея больше всего напоминает Японию: та же высокая доля нефинансовых компаний, которые образуют промышленные группы - чеболи (см. ниже). На долю населения приходится 30% акций (по капитализации, 2008 г., табл.1)<sup>2</sup>.

Количество индивидуальных инвесторов в акции после кризиса 1997-1998 гг. увеличилось к 2001 г. с 1,3 до 2,9 млн. К 2008 г. количество акционеров выросло до 4,6 млн человек (более 9% населения)<sup>3</sup>. На них приходилось 50% оборота.<sup>4</sup>

Таблица 1

### Структура акционерного капитала Кореи по капитализации, %

	2000 г.	2004 г.	2008 г.
Правительство и правительственные учреждения	13,2	4,1	2,8
Институциональные инвесторы	16,4	17,0	11,7
Прочие компании	19,9	18,0	28,3
Физические лица	23,5	20,8	30,0
Иностранные инвесторы	27,0	40,1	27,3
Всего*	100,0	100,0	100,0

\*М.б. не равно 100 из-за округлений

Источник: Цит.по: Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.59 (www.ksda.or.kr)

Изменение доли иностранных инвесторов напрямую связано с политикой корейского правительства. Успехи Кореи в промышленном развитии в 1960-1970-е годы были достигнуты в условиях практически полного ограничения на прямые и портфельные иностранные инвестиции. Внешнее (иностранное) финансирование осуществлялось исключительно за счет банковских займов, в основном привлекаемых через кредитные учреждения (которые до начала 80-х годов практически полностью

<sup>1</sup> Данные ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) и CIA Factbook.

<sup>2</sup> 47% финансовых активов населения - наличные (национальная и иностранная валюта) и вклады в банках, 25% страховые и пенсионные накопления, 16 – акции, 11 – облигации (2008 г.). Структура финансовых активов населения примерно такая же, как в Японии.

<sup>3</sup> Shareholding by Investor Group 2004 ~ 2009. Korea Exchange

<sup>4</sup> KRX Fact Book 2008.

находились в собственности государства). В 1981 г. правительство объявило о долгосрочном плане открытия рынка ценных бумаг для иностранных инвесторов. В соответствии с этим планом в Корее были учреждены международные инвестиционные трасты и инвестиционные фонды, в которые иностранцы могли вкладывать средства. С 1985 г. корейским корпорациям было разрешено выпускать для иностранных инвесторов на зарубежных рынках конвертируемые облигации, облигации с варрантами и депозитарные расписки.

Однако сколько-нибудь заметное открытие рынка капиталов Кореи для иностранных инвесторов стало осуществляться лишь с начала 1990-х годов и рынок был полностью либерализован после (и в результате) кризиса 1997-1998 гг.

3 января 1992 г. иностранцы впервые получили право напрямую приобретать акции корейских компаний (с ограничением в 10% от стоимости акций корейской компании). В течение 1992-1997 гг. разрешенная доля постепенно повышалась до 55%. Полностью ограничения были сняты в мае 1998 г.

Рынок облигаций был приоткрыт для иностранных инвесторов в июле 1994 г. и полностью либерализован также в мае 1998 г. Иными словами, **с мая 1998 г. рынок акций и облигаций Кореи полностью открыт для иностранных инвесторов, как прямых, так и портфельных<sup>1</sup>.**

Сами корейские инвесторы получили право вкладывать средства в иностранные ценные бумаги в 1994 г.

Ограничения на иностранные инвестиции касаются лишь некоторых отраслей, которые считаются стратегическими (электроэнергетика, телекоммуникации, радиовещание и авиаперевозка). Специальными законами доля иностранного капитала в целом ряде компаний этих отраслей ограничена 49%, причем у одного иностранного инвестора не может быть более 3% (в некоторых компаниях 15%) акций (например, Korea Telecom, SK Telecom, LG Telecom, Korean Air и др.).

Еще в 1980 г. доля иностранцев в акционерном капитале составляла 0%, в начале 1990-х годов - 2-3%, в 1996 г. - 13%, а в 2000 г. - 25% и 40% в 2004 г. (к 2008 г. снизилась до 27%). Во многих крупных корейских компаниях большая часть акций находится у иностранцев (48% Samsung Electronics, 43% POSCO, 50% Hyundai Motors<sup>2</sup>). В основном это портфельные инвесторы, поэтому контроль остается в руках корейского капитала. Однако имеются и случаи приобретения крупных пакетов стратегическими инвесторами: доля французов в капитале Renault Samsung Motors 80,1%, Daimler-Chrysler принадлежало некоторое время 15% акций Hyundai Motors.

Около 40% всех иностранных инвестиций в акции корейских компаний в 2003 г. приходилось на инвесторов США, примерно по 8% - на английских и японских.

Примерно 35 акций корейских эмитентов торгуются на зарубежных рынках в форме ADR и GDR, из них 17 – на американском рынке.

Отраслевая структура капитализации соответствует отраслевой структуре корейской экономики (табл. 2). Среди крупнейших компаний страны по величине капитализации (табл. 3) большинство - легко узнаваемые "бренды": Samsung, Hyundai, LG, SK. На долю 20 крупнейших эмитентов приходится 50% капитализации (по компаниям Корейской биржи), 30 - почти 60%. Уровень концентрации по сравнению с наиболее развитыми рынками высокий, однако умеренный по сравнению с большинством формирующихся рынков.

Значение выпуска акций как средства финансирования корейских корпораций относительно невелико. В конце 1990-х – 2000-х годов соотношение новых эмиссий акций и валовых инвестиций в основной капитал составляло от 0,5 до 7%.

---

<sup>1</sup> Базовые требования к иностранцам, желающим совершать портфельные инвестиции в Корею, изложены в Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA ([www.ksda.or.kr](http://www.ksda.or.kr))

<sup>2</sup> Данные по POSCO и SAMSUNG - с сайтов компаний за 2008-2009 гг., HYUNDAI – 2001 г. (в настоящее время доля иностранцев меньше)

Наиболее распространенная схема андеррайтинга в Корее - на твердых условиях, т. е. андеррайтер обязуется полностью выкупить ценные бумаги у эмитента. Андеррайтингом имеют право заниматься компании, имеющие лицензию регулирующего органа. Это, прежде всего, компании по ценным бумагам и т.наз.торговые (инвестиционные) банки, см. ниже. Согласно Закону о банках, банки вправе осуществлять андеррайтинг только государственных облигаций.

Несмотря на то, что после кризиса 1997-98 гг. значение открытой подписки на акции возросло, в целом большая часть акционерного капитала привлекается путем закрытой подписки – за период 2000-2008 гг. в среднем 81% (включая акции, размещенные среди существующих акционеров, реализующих преимущественные права)<sup>1</sup>.

Любая корпорация, собирающаяся осуществить **открытую** подписку на свои акции (и облигации) на сумму более 2 млрд вон<sup>2</sup> (примерно 1,8 млн. дол.), обязана представить регистрационное заявление в Комиссию по финансовым услугам (см. ниже), в котором содержится необходимая информация об эмитенте и его бумагах.

От регистрации освобождены государственные облигации, облигации, выпускаемые банками, страховыми компаниями и компаниями по ценным бумагам, а также сертификаты, выпускаемые инвестиционными трастами (инвестиционные паи). Регистрация считается состоявшейся через 15 дней после приема документов по выпуску акций, 7 дней - корпоративных облигаций и 5 дней - обеспеченных облигаций и корпоративных облигаций, выпускаемых по схеме "полочной регистрации" (упрощенная процедура, предназначенная для компаний, имеющих листинг на КБ, включая сегмент KOSDAQ)<sup>3</sup>.

### 1.1. Финансово-промышленные группы Кореи – чеболи

Особенности акционерной собственности в Корее привели к созданию в стране специфических финансово-промышленных групп – **чеболей**, которые оказывали определяющее влияние на экономическое развитие страны на протяжении нескольких десятилетий и, несмотря на глубокие изменения, вызванные кризисом 1997-1998 гг., продолжают оставаться ведущей экономической силой. Деятельность чеболей в значительной мере явилась причиной финансово-экономического кризиса 1997-1998 гг.

Корейские чеболи в 1990-е годы больше всего напоминали американские и европейские концерны начала XX в. или японские довоенные ФПП – дзайбацу. В отличие от послевоенных японских ФПП - кейрецу, с которыми их часто сравнивают, в их состав не входит банк<sup>4</sup>. Центральное звено чеболя - материнская компания, принадлежащая семье основателей. Чеболь имеет централизованную систему управления, центральный аппарат, в то время как японские кейрецу не имеют его вообще и действуют в основном лишь на основе неформальных связей. Но и в том, и другом случае подобная структура порождает конфликт интересов между контролирующими собственниками компаний чеболя (кейрецу) и индивидуальными акционерами компаний, входящих в эту группу (только в Корее этот конфликт оказался более ярко выражен). Например, нерентабельный инвестиционный проект, который был бы отклонен на уровне фирмы, тем не менее, осуществляется, поскольку он позволит получить эффект для группы в целом (т.е. для контролирующих акционеров).

<sup>1</sup> Лишь в 2007 г. доля открытой подписки доходила до 66% (Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.45 (www.ksda.or.kr))

<sup>2</sup> Для справки: курс национальной валюты – воны в феврале 2010 г. примерно 1150 вон за доллар.

<sup>3</sup> Аналог схемы, существующей в США. Действует в течение срока от 2 месяцев до 1 года.

<sup>4</sup> См. о японских ФПП «Портфельный инвестор» №8, 2008

Корейские чеболи по своей сути являлись (и в значительной мере являются ими и сейчас) конгломератами, объединявшими не только вертикально и горизонтально интегрированные компании, но и совершенно разнородные, нередко технологически не связанные друг с другом<sup>1</sup>. В 1996 г. в составе 30 крупнейших чеболей насчитывалось 669 отдельных компаний.

При этом руководство чеболей сознательно создавало самые разнообразные производства, стремясь захватить рынок раньше других, без учета в должной мере отдачи от инвестиций. Автомобили выпускали не только Hyundai, Daewoo и Kia (две последние обанкротились), попытки, правда неудачные, предпринимали Samsung и ряд других чеболей. Пример с автомобилями наиболее яркий, но далеко не единственный. Если рассмотреть ведущий корейский чеболь Samsung, то он не только крупнейший производитель электроники, на заводах компании производится продукция тяжелого машиностроения, это ведущая строительная компания, в чеболь входит ряд финансовых учреждений и т. п. В результате распыления ресурсов по разным направлениям образовались избыточные мощности, что явилось одной из основных причин кризиса 1997-1998 гг.

Следует подчеркнуть и тесную связь чеболей с правительством, которая крепла на протяжении нескольких десятилетий. Ресурсы направлялись в первую очередь гигантам корейского бизнеса, которые пользовались различными льготами и финансовой поддержкой. На раннем этапе это способствовало экономическому развитию страны. Однако подобное положение привело к созданию системы, которую в зарубежной литературе определили как "блатной капитализм"<sup>2</sup>. Государственные чиновники оказались слишком тесно связаны с воротилами большого бизнеса, проводя политику в их интересах, закрывая глаза на неэффективное подчас использование средств и различных льгот. С этим, в частности, связано и чрезмерное накопление задолженности чеболями к 1997 г., и образование избыточных мощностей.

При принятии решений о предоставлении кредитов финансовые учреждения руководствовались нередко не расчетами эффективности проекта, а указаниями государственных органов и при этом опирались на систему взаимных гарантий в рамках чеболей. Результат - избыточное кредитование без учета эффективности кредитов. В 90-е годы кредиты частному сектору росли на 20% в год. Соотношение «заемные средства/собственный капитал» у корейских компаний обрабатывающей промышленности достигло к 1997 г. 400% (против 300% в 1996 г.), или в два раза выше, чем в среднем по странам ОЭСР. А у компаний, входивших в чеболи, это соотношение превышало 500%.

Полномасштабный кризис в Корее разразился осенью 1997 г. вслед за Малайзией, Индонезией и другими странами ЮВА и продолжился в 1998 г. Уровень безработицы достиг 7%, ВВП сократился по итогам 1998 г. почти на 7%<sup>3</sup>. На грани банкротства оказались десятки финансовых институтов.

В рамках правительственной программы преодоления кризиса все чеболи были разделены на три группы. В первую, которой уделялось особое внимание, вошли пять ведущих: Hyundai, Samsung, Daewoo, SK, LG<sup>4</sup>.

Для ликвидации избыточных мощностей в сентябре 1998 г. было достигнуто соглашение между пятью чеболями об объединении или обмене 17 компаниями

<sup>1</sup> Краткие сведения о структуре и составе ведущих чеболей см. в электронной энциклопедии wikipedia (en.wikipedia.org/wiki/Chaebol)

<sup>2</sup> "Crony capitalism". Наиболее удачный перевод этого термина на русский, приведенный здесь, был дан А.В. Аникиным в книге «История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко» (М.: «Олимп-Бизнес», 2000).

<sup>3</sup> Подробнее о кризисе и выходе из него см. Рубцов Б.Б. Реформа финансового сектора Республики Корея: опыт преодоления кризиса//Рынок ценных бумаг №11 2002.

<sup>4</sup> На долю этих чеболей в 1998 г. приходилось 27% промышленного производства, 12% занятых и 30% продаж.

(авиастроение, автомобилестроение, производство полупроводников, судовых двигателей, нефтехимия, сталепрокат) в рамках одного чеболя (или просто сокращения их числа). Часть компаний была продана иностранным инвесторам. 30 ведущих чеболей к июню 1999 г. вывели из своего состава тем или иным способом 484 фирмы.<sup>1</sup>

К 2000 г. четыре чеболя (за исключением Daewoo) достигли заметных результатов. Показатель «долг/собственный капитал» снизился до уровня примерно 200%. У Daewoo дела шли значительно хуже. После кризиса долг продолжал увеличиваться, достигнув 87 трлн вон (при совокупных активах, равных 61 трлн). В результате в июле 1999 г. чеболь обанкротился. На этот раз произошел обмен акций на долги, и собственниками Daewoo оказались его кредиторы. Несмотря на огромные размеры чеболя (ранее он занимал второе-третье место в Корее, и на него приходилось 10% экспорта), кризиса финансовой системы удалось избежать. Только инвестиционно-доверительные компании (инвестиционные фонды), имевшие в своих портфелях значительную часть долговых бумаг Daewoo, понесли серьезные убытки.

Таблица 2

**Отраслевая структура листинговых компаний КФБ (доля в капитализации, %)**

	1997	2000	2003	2008
Электронная и электротехническая пр-ть	17,7	20,7	28,7	18
Финансы	17,6	18,0	17,0	15
Транспортное машиностроение	4,2	5,5	9,2	8
Связь	5,5	23,5	8,3	7
Металлургия	8,3	5,3	5,6	8
Торговля	3,6	2,0	4,7	6
Электро- и газоснабжение	15,1	9,1	4,6	4
Услуги	0,9	0,6	3,0	8
Пищевая пр-ть	2,5	2,6	2,5	3
Строительство	3,2	1,3	2,3	4
Прочие	21,5	11,5	14,2	19
Всего*	100,0	100,0	100,0	100,0

\*Сумма не равна 100 из-за округлений.

Источник: Korea Stock Exchange Fact Book 2003, p. 72; Korea Stock Exchange Fact Book 2008, p.42 ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).

Таблица 3

**Ведущие компании Кореи по капитализации (на конец 2008 г.)**

(трлн вон)

Название	Капитализация	Название	Капитализация
Samsung Electronics	72,3	Hyundai Motor	9,6
POSCO	33,1	Samsung Fire & Marine Insurance	9,2
Korea Electric Power	19,0	Shinsegae	9,1
SK Telecom	17,0	LG Display	7,5
Hyundai Heavy Industries	15,2	LG Corporation	7,4
Kookmin Bank Fin.Group	12,0	S-Oil	7,1
Sinhan Financial Group	11,8	SK Energy	7,0
LG Electronics	11,4	DHICO	6,6
KT&G	11,0	Hyundai Engineering & Construction	6,3

<sup>1</sup> Kim Yu-Kyung. The Role of a Stock Market in Corporate and Financial Sector Restructuring in Korea // Workshop on Financial Restructuring and Capital Market Promotion for Russian Officials. KOICA-HERI, Seoul, 2002, p. 277.

KT SK	10,3	Samsung C&T	6,3
<b>Общая капитализация</b>	<b>577</b>	<b>Доля 20 в общей капитализации, %</b>	<b>50,1</b>

Источник: Korea Stock Exchange Fact Book 2008, p. 44 ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).

Таким образом, уже к середине 2000-х годов структура и состав корейских чеболей заметно изменились. Многие компании, имеющие в своем названии имя того или иного чеболя, в настоящее время уже не относятся к нему непосредственно. Так, Kia Motors (в прошлом входившая в чеболь Kia, впоследствии обанкротившийся), входит в группу Hyundai. Samsung Motors на 80% принадлежит французской Renault. Daewoo Motors на 70% принадлежит американской General Motors (GM Daewoo Auto and Technology). Несмотря на банкротство, некоторые бренды сохранили свою привлекательность, чем пользуются новые хозяева.

Как отмечалось выше, количество компаний, входящих в корейские чеболи, сократилось. Тем не менее, хотя и в изменившейся форме, они по-прежнему остаются ведущей экономической силой в Корее. Выделяется четыре крупнейших («большая четверка»): Hyundai, Samsung, LG (раньше известная как Lucky Goldstar), SK Group (ранее Sunkyung Group). Кроме них насчитывается еще два десятка более мелких групп, среди которых, в частности, SsangYong Group, Lotte, Hanwha.

Корейские компании сохраняют динамизм, что позволяет им укреплять позиции на мировых рынках, а это, в свою очередь, определяет привлекательность корейских акций как объекта инвестирования.

## 2. Рынок облигаций

В первые послевоенные десятилетия корейские облигации выпускались почти исключительно правительством и государственными организациями. В настоящее время состав эмитентов, как и диапазон выпускаемых инструментов очень широк, см. табл. 4.

Вторичный рынок облигаций на 80% (2008 г.) внебиржевой<sup>1</sup>, при этом на бирже торгуются в основном казначейские облигации.

Таблица 4

Структура выпущенных облигаций в Республике Корея (задолженность на конец года, %)

	2000 г.	2008 г.
Правительственные облигации	14,7	31,6
Муниципальные облигации	2,3	1,4
Специальные облигации	21,9	14,5
Стабилизационные облигации Банка Кореи	14,3	12,9
Облигации финансовых институтов	15,5	27,5
Корпоративные облигации	21,9	10,0
Бумаги, обеспеченные активами (ABS)	9,4	2,1
Всего	100,0	100,0
<b>Для справки: задолженность по облигациям/ВВП</b>	<b>77,2</b>	<b>96,3</b>

Источник: Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.66 ([www.ksda.or.kr](http://www.ksda.or.kr))

### Виды облигаций

<sup>1</sup> Еще в 2000 г. доля внебиржевого рынка составляла 97%. Рост связан с правительственным предписанием торговать основными государственными облигациями на фондовой бирже.

**Корпоративные облигации.** Первая эмиссия корпоративных облигаций в стране была осуществлена в 1963 г. Частные эмиссии значительно возросли в 1980-1990-е годы. А после кризиса 1997-1998 гг. выпуск облигаций превратился в основной источник привлечения финансовых ресурсов предприятиями (опережая банковский кредит, акции и коммерческие бумаги).

Общие вопросы, касающиеся эмиссии корпоративных облигаций, изложены в Коммерческом кодексе. Корпорациям разрешается выпускать облигации на сумму, не более чем в четыре раза превышающую чистые активы.

Выпуск облигаций без обеспечения возможен в Корее только после получения рейтинга одним из 4-х местных рейтинговых агентств: **Korea ratings, KIS, NICE, SCI.**

Хотя почти весь оборот торговли корпоративными облигациями приходится на внебиржевой рынок, подавляющая часть выпущенных облигаций имеет листинг на Корейской бирже (ранее КФБ). Это связано с тем, что только листинговые облигации могут использоваться в качестве обеспечения (например, при маржинальных сделках).

В декабре 2007 г. СРО профессиональных участников рынка КОFIA (тогда еще называлась KSDA, см. ниже) совместно с регулятором финансового рынка Financial Supervisory Commission ввела в строй внебиржевую торговую систему котировки облигаций (BQS).

### **Правительственные облигации (ПО)**

До середины 1990-х годов правительство Кореи проводило очень осторожную бюджетную политику, не допуская образования большого государственного долга. Падение производства в 1997-1998 гг. заставило отказаться от принципа сбалансированного бюджета и значительно увеличить расходы на помощь безработным, создание общественных работ, прямые вливания в банковские учреждения, в результате чего дефицит составил 4,2% ВВП.

В последующие годы успешное развитие экономики Кореи позволило достичь профицита бюджета (4,6% в 2007 г.) снизить уровень государственного долга, в результате чего к мировому финансово-экономическому кризису 2007-2010 гг. страна подошла со значительно более благоприятными показателями, чем прочие ведущие страны мира. В 2007 г. соотношение государственного долга с ВВП составляло 29% (против 75% в среднем по странам ОЭСР). В 2009 г. в результате реализации правительственных антикризисных программ доля государственных внутренних облигаций в совокупной внутренней облигационной задолженности к середине 2009 г. повысилась до 40,5% (т.е. за полгода она выросла на 10 процентных пунктов).

Правительство Кореи выпускает несколько видов облигаций, среди которых преобладают (85%) корейские казначейские облигации (КТВ), выпускаемые на срок от 3 до 20 лет с фиксированной и плавающей ставкой. Кроме них выпускаются национальные жилищные облигации и с 2007 г. индексированные облигации (аналог американских TIPS) сроком 10 лет. Выпускаются в предъявительской форме.

Казначейские облигации размещаются на аукционах. Участие в аукционах могут принимать только первичные дилеры. Конкурентные заявки удовлетворялись до начала нынешнего десятилетия по индивидуальным ценам выше цены отсечения, неконкурентные - по средневзвешенной (как ГКО–ОФЗ в России). Однако в связи с возникновением при таком режиме так называемого "проклятья победителя" (winner's curse) Министерство финансов и экономики перешло на аукцион с единой ценой<sup>1</sup>.

#### *Участники рынка*

Непосредственными участниками рынка ПО выступают Банк Кореи, Министерство финансов и экономики и дилеры по государственным облигациям, которыми являются либо члены биржи (компании по ценным бумагам), либо специальные участники (банки и компании по ценным бумагам – не члены биржи).

<sup>1</sup> Как делало в конце 1990-х Казначейство США.



### *Институт первичных дилеров*

В июле 1999 г. Министерство финансов и экономики уполномочило ряд коммерческих и торговых банков и компаний по ценным бумагам, имевших лицензию дилера по государственным ценным бумагам, постоянно поддерживать котировку государственных ценных бумаг, создав тем самым институт первичных дилеров. Первичные дилеры взамен получают ряд привилегий, в частности, доступ на аукционы по размещению государственных ценных бумаг и получение кредитов в форме ценных бумаг от министерства. В июне 2004 г. насчитывалось 20 первичных дилеров (10 банков и 10 компаний по ценным бумагам).

### **Муниципальные облигации**

Правительство жестко контролирует местные органы власти, накладывая серьезные ограничения на выпуск ценных бумаг. Среди муниципальных облигаций выделяются облигации сеульского метрополитена, ирригационные облигации и региональные дорожные облигации.

**Специальные облигации** можно отнести к государственным бумагам. Это облигации Корейского агентства по реструктуризации кредитных учреждений (КАМСО), облигации Фонда страхования депозитов (KDIC) и облигации государственных учреждений (Korea Telecom, Электроэнергетическая корпорация Кореи, Корейская корпорация по землеустройству и др.).

**Стабилизационные облигации Банка Кореи** используются для регулирования денежной массы. Это краткосрочные бумаги, максимальный срок – 2 года. Как видно из таблицы 4, на них приходится весьма значительная доля корейского рынка облигаций.

## **3. Финансовые институты и профессиональные участники рынка**

В структуре финансовой системы (табл. 5) Кореи свыше половины активов приходится на банки, причем эта доля остается стабильной уже на протяжении многих лет. Корею, как, впрочем, и другие формирующиеся рынки, включают в состав стран с банковской моделью.

Структура и состав финансового сектора претерпели серьезные изменения после кризиса 1997-1998 гг. Четвертая часть всех корейских финансовых институтов была реструктурирована в той или иной форме. Программа реструктуризации финансового сектора была центральной в системе мероприятий по выходу из финансово-экономического кризиса.

Реформирование финансового сектора после кризиса 1997 г. осуществлялось при мощной финансовой поддержке государства. Правительство вложило за период 1998-2008 гг. 169 трлн вон (более 150 млрд долл.) в финансовую систему (примерно 30% ВВП конца 1990-х – начала 2000-х годов), из них на банки пришлось 60%).<sup>1</sup> Вливание происходило в основном через Корейскую корпорацию страхования депозитов (KDIC) и Корейское агентство по реструктуризации (КАМСО) в основном за счет эмиссии специальных государственных облигаций (облигации фонда страхования депозитов, облигации фонда по управлению плохими кредитами), кредитов МБРР и АБР и других источников. Из указанной суммы 63,5 трлн вон было использовано на рекапитализацию финансовых учреждений, 38,5 – на выкуп плохих кредитов и 30,3 – на выплату страховых возмещений в рамках системы страхования депозитов<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Аналогичные программы помощи финансовым учреждениям «стоили» в Индонезии 50% ВВП, Таиланде – 25%, Малайзии – 5%, Мексике – 14% (1994-1996 гг.), Чили – 10% (1982-1985 гг.). Цит по: Yung Han-Yung. Korea's Financial Restructure and Economic Performance // Workshop on Financial Restructuring and Capital Market Promotion for Russian Officials. KOICA-HERI, Seoul, 2002, p. 189.

<sup>2</sup> Financial System in Korea. Bank of Korea, December 2009, p.34 ([www.bok.or.kr](http://www.bok.or.kr)).

Были предприняты шаги по приданию прозрачности финансовым учреждениям: учет в банках, торговых банках, страховых компаниях, компаниях по ценным бумагам в настоящее время полностью соответствует Международным стандартам учета или американским GAAP.

Одним из результатов изменений в финансовой системе Кореи стало повышение роли эмиссии ценных бумаг как источника финансирования корейских компаний и в целом рост значения фондового рынка.

Таблица 5

**Структура финансовой системы Кореи (доля в активах)**

(%)

	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2002 г.	2008 г.
Банки	51,0	43,7	53,0	54,2	55,9
Небанковские институты	49,0	56,3	47,0	45,8	44,1
Небанковские депозитные институты	17,2	18,3	15,0	13,4	9,6
Торговые банки	6,4	5,2	1,5	0,7	
Взаимные сберегательные банки и финансовые компании	3,1	3,7	1,7	1,5	3,0
Кредитные союзы	1,0	1,5	1,5	1,2	7,2
Общества взаимного кредита	3,8	4,7	6,1	5,9	
Кредитные кооперативы	1,9	2,3	2,6	2,4	
Почтово-сберегательные учреждения	0,9	0,8	1,7	1,8	
Страховые институты	10,1	9,8	11,4	12,2	11,7
Компании страхования жизни	8,4	7,9	8,4	9,1	9,6
Компании имущ. страхования	1,3	1,4	2,0	2,0	2,2
Почтово-страховые учреждения	0,4	0,5	1,0	1,1	
Компании по ценным бумагам	4,5	3,1	3,1	2,6	4,3
Институты коллективного инвестирования	17,2	25,1	17,5	17,7	15,5
Инвестиционные трасты	8,3	8,6	10,3	10,5	
Инвестиционные компании	0,0	0,0	0,3	0,0	
Доверительные департаменты банков	8,9	16,5	6,9	7,2	4,4
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: Republic of Korea: Selected Issues. IMF Country Report No. 04/45 Feb. 2004, p. 60 ([www.imf.org](http://www.imf.org));

Financial Supervisory Service Annual Report 2008 ([english.fss.or.kr](http://english.fss.or.kr))

Таблица 6

**Финансовые институты Кореи (количество, июнь 2009 г.)**

Банки	18 (+38 филиалов иностранных банков)
Небанковские институты	4492
Небанковские депозитные институты	4013
Торговые банки	2
Взаимные сберегательные банки и финансовые компании	106
Кредитные союзы, кооперативы	3905
Почтово-сберегательные учреждения	1
Страховые институты	53
Компании страхования жизни	22
Компании имущ. страхования	30
Почтово-страховые учреждения	1
Инвестиционные институты	256
Компании по ценным бумагам	61

Управляющие активами	67
Фьючерсные компании	12
Инвестиционные консультанты	96
Доверительные департаменты банков	20
Прочие финансовые институты	170
Специализированные финансовые компании (лизинговые, по кредитным карточкам и пр.)	56
Компании венчурного капитала	114

Источник: Financial System in Korea. Bank of Korea, December 2009, p.22-29 ([www.bok.or.kr](http://www.bok.or.kr))

### 3.1. Банки

Как и в других странах, основным звеном финансовой системы Кореи выступают **банки**. Корейская банковская система состоит из 7 крупнейших национальных банков, 6 региональных банков, 5 специализированных (Корейский банк развития, Корейский экспортно-импортный банк, Корейский индустриальный банк, Национальная федерация сельскохозяйственных кооперативов, Национальная федерация рыболовецких кооперативов) и 38 филиалов иностранных банков.

Банковская система претерпела значительные изменения в результате кризиса 1997-98 гг.

Накануне кризиса корейские банки были недостаточно капитализированы, имели низкую норму прибыли (ситуация была похожа на японскую в тот же период).

Выше уже отмечалась проблема избыточного кредитования компаний, входящих в чеболи, которая привела в итоге к накоплению "плохих кредитов" банками. В марте 1998 г. правительство оценивало общий размер проблемных кредитов (внушающих опасение, сомнительных и безнадежных) в 118 трлн вон (28% ВВП)<sup>1</sup>.

В условиях кризиса некоторые банки были национализированы, другие закрыты, а их активы и пассивы переданы более жизнеспособным банкам.

За год количество занятых в банковском секторе сократилось на 34%, а в целом за декабрь 1997 г. - июнь 2001 г. - на 39% (45 тыс.). Количество отделений банков сократилось на 22%. В то же время объем активов на одного занятого вырос на 63,5%.<sup>2</sup>

В октябре 1998 г. были приняты новые стандарты раскрытия информации финансовыми учреждениями. Была внедрена новая, более жесткая система отнесения кредитов к проблемным (non-performing loans)<sup>3</sup>.

В результате реформ средневзвешенная норма капитализации банков повысилась с 7,04% в 1997 г. до 8,23% в 1998 г. и 10,83% в 1999 г. (10,5% в 2003 г., 11,4% в июне 2008 г.).

Часть проблемных кредитов была выкуплена Корпорацией по управлению активами (Korea Asset Management Corp – КАМСО) с дисконтом (в среднем равным 60%) за счет выпущенных им облигаций. Доля проблемных кредитов сократилась до 12,9% в конце 1999 г., до 8% в конце 2000 г., 5% к сентябрю 2001 г., 1,9-2,6% в 2003-2004 гг., что соответствовало положению в наиболее стабильных странах. В середине 2008 г. этот показатель в Корее снизился до 0,7% , в то время как в США он составлял 1,9%<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Chopra A., Kang K., Karasulu M., Liang H, Ma H., Richards A. From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, achievements and Lessons. IMF Working Paper, October 2001, p. 42 ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

<sup>2</sup> Cha B. Financial Reform: Lessons from Korea // Workshop on Financial Restructuring and Capital Market Promotion for Russian Officials. KOICA-HERI, Seoul, 2002, p. 181.

<sup>3</sup> Так, если раньше займы с просрочкой от одного до трех месяцев относились к категории "нормальных", ныне - "внушающие опасение"; с просрочкой от трех до шести месяцев ранее - "внушающие опасение", ныне - "сомнительные".

<sup>4</sup> The Korean Economy: Past & Present -1997 vs. 2008 Financial Supervisory Service ([www.fss.or.kr](http://www.fss.or.kr))

Увеличилась роль Корейской корпорации страхования депозитов (KDIC). Система страхования депозитов была введена еще накануне кризиса - в январе 1997 г. После кризиса размер подлежащей возврату суммы увеличен в 2,5 раза - до 50 млн вон<sup>1</sup>, но одновременно уменьшилось количество видов активов, которые страхуются.

В октябре 2000 г. Национальная ассамблея приняла закон о финансовых холдинговых компаниях. Любые финансовые учреждения (коммерческие банки, компании по ценным бумагам, страховые компании, инвестиционные фонды) могут быть включены в один холдинг (пример - холдинг Woori, основным звеном которого выступал банк Hanvit, в 2002 г. переименованный в Woori Bank)<sup>2</sup>.

До кризиса государственная собственность в банковском секторе ограничивалась фактически только специализированными банками (в общей сложности 33% банковских активов). После кризиса к концу 2000 г. она превысила 54%<sup>3</sup>. В дальнейшем, к концу 2004 г., государство вышло из капитала банков, продав все акции.

Увеличилась доля иностранного капитала - практически с нуля до кризиса до 32% в конце 2000 г.

Процессы концентрации привели к тому, что доля двух крупнейших учреждений (Woori и Kookmin) в активах и депозитах банков превысила 50% в конце 2001 г.

Крупнейшие частные банки Кореи по величине активов (на середину 2009 г.): Woori Bank, SC First Bank, Kookmin Bank, Shinhan Bank, Hana Bank, Korea Exchange Bank, Citi Bank Korea.

После кризиса произошли заметные сдвиги в структуре банковских кредитов. Сократилась доля корпораций при заметном увеличении банковских кредитов населению. Доля населения в банковских кредитах с сентября 1997 г. по сентябрь 2001 г. увеличилась с 30 до 42%. Правда, в 2003 г. это привело к надуванию пузыря на рынке потребительского кредита и возникновению локального кризиса (credit card crisis).

Особенностью корейской банковской системы является то, что банки непосредственно не совершают операции с ценными бумагами (кроме государственных). Этим могут заниматься только специализированные компании по ценным бумагам и торговые банки (см. ниже). Однако запрета на создание дочерних компаний по ценным бумагам (непосредственно или в рамках финансовых холдингов) не существует.

### 3.2. Небанковские учреждения

**Торговые банки**<sup>4</sup> (merchant banks) в Корею совершали широкий круг операций, включая ограниченный прием депозитов и кредитование (т. е. выполняли отчасти функции коммерческих банков на оптовом сегменте рынка), андеррайтинг ценных бумаг, международное финансирование, лизинг. Именно через них вплоть до кризиса 1997-98 гг. в основном осуществлялось внешнее (зарубежное) финансирование корейских компаний в 90-е годы. Обычно торговый банк входил в чеболь. Финансовый кризис отразился на них особенно сильно. До кризиса в Корею насчитывалось 30 торговых банков. К 2001 г. осталось 3, к 2009 г. - 2. Еще более радикально сократилась их доля в активах.

**Компании по ценным бумагам** - институты, организованные в форме акционерного общества, занимающиеся торговлей ценными бумагами за свой счет и по поручению клиентов. По корейскому законодательству только они имеют право

<sup>1</sup> Примерно 35 тыс.долл. В условиях кризиса 2007-2009 гг. правительство Кореи, в отличие от других стран, не стало увеличивать размер выплат, сохранив их на прежнем уровне

<sup>2</sup> В 2001 г. холдинг был государственным. Доля государства была продана в 2004 г.

<sup>3</sup> Republic of Korea: Selected Issues. IMF Country Report No. 02/20, Feb 2002, p. 101.

<sup>4</sup> Несмотря на название, эти учреждения относятся к небанковским институтам

торговать на бирже, да и в целом большая часть операций с корпоративными ценными бумагами осуществляется ими.

Еще в ноябре 1990 г. правительство разрешило иностранным компаниям по ценным бумагам открывать отделения в Корее и создавать совместные предприятия. С 1991 г. КФБ стала открыта для иностранных членов<sup>1</sup>.

Кризис 1997 г. отразился на этой отрасли, пожалуй, меньше, чем на других финансовых учреждениях. К ноябрю 2001 г. у пяти компаний из 36 лицензия была отозвана, одна реорганизована. В то же время с 1 апреля 1998 г. был полностью открыт доступ в отрасль иностранным и национальным компаниям, в результате после кризиса появилось полтора десятка новых компаний, а к 2009 г. их число достигло 61. Ряд компаний по ценным бумагам, входивших в чеболи, были проданы иностранным инвесторам.

Для работы в качестве компании по ценным бумагам необходимо получить лицензию у регулятора финансового рынка (см. ниже): брокера, дилера или андеррайтера (получение всех трех лицензий позволяет заниматься всеми видами деятельности).

Для привлечения в отрасль новых участников минимальный уровень капитала для брокера был резко снижен в мае 1999 г. и составляет в настоящее время 3 млрд вон (максимальный размер для универсальной компании по ценным бумагам – 50 млрд вон). Для консультанта величина капитала снижена с 1 до 0,5 млрд вон.

В середине 2009 г. общее количество компаний по ценным бумагам составляло 61 (из них 18 иностранных). Несмотря на присутствие и активную деятельность на корейском рынке ценных бумаг иностранных банков и компаний по ценным бумагам, лидирующие позиции занимают национальные фирмы. Многие из них входят в чеболи, что видно даже из их названий (крупнейшие, в порядке уменьшения величины активов): Woori Investment & Securities, Daewoo Securities, Korea Investment & Securities, Tong Yang Investment Bank, Samsung Securities, Hyundai Securities.<sup>2</sup> Тем не менее, удельный вес в обороте иностранных компаний (ING, JP Morgan, HSBC, Morgan Stanley, CITIGROUP, Merrill Lynch, UBS Warburg, Goldman Sachs, Nomura, Deutsche Bank и др.), представленных в Корее дочерними компаниями по ценным бумагам, растет из года в год.

Основная часть дохода корейских компаний по ценным бумагам приходится на брокерские операции (57%), 29% дают дилерские операции, на управление активами и андеррайтинг приходилось, соответственно, 8% и 7% (2008 г.)<sup>3</sup>.

Разновидностью компаний по ценным бумагам (но имеющих специальную лицензию) являются компании, работающие на срочном рынке – «фьючерсные компании»: 12 корейских и 3 – иностранных, из которых 2 работали исключительно с иностранными срочными контрактами.

В феврале 2009 г в Корее вступил в силу закон «Об инвестиционных финансовых услугах и рынке капиталов» (FSCMA), в котором определено понятие «предприятие финансово-инвестиционного бизнеса», которое впервые может осуществлять одновременно широкий круг финансовых операций: торговлю ценными бумагами за собственный счет, брокерские услуги, доверительное управление, управление коллективными инвестициями, инвестиционное консультирование, трастовое управление.

Согласно FSCMA, финансовый институт, который осуществляет один или несколько из перечисленных видов деятельности, называется «финансовой инвестиционной компанией» (англ. financial investment company). Таким образом, все

---

<sup>1</sup> Первая компания, ставшая членом КФБ (февраль 1995 г.), – Jardine Fleming.

<sup>2</sup> Korea Stock Exchange Fact Book 2008, p.111-112 ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).

<sup>3</sup> Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.204 ([www.ksda.or.kr](http://www.ksda.or.kr))

существующие финансовые институты, занимающиеся бизнесом в области ценных бумаг, торговлей производными финансовыми инструментами, управлением активами, оказывающие доверительные и консультационные услуги называются финансово-инвестиционными компаниями.

До принятия указанного закона функциональное разделение между указанными видами деятельности было жестким: компании по ценным бумагам не могли торговать производными и управлять коллективными инвестициями и т.п. В настоящее время компания по ценным бумагам, получив соответствующую лицензию или регистрацию (зависит от вида деятельности<sup>1</sup>) от регулятора (Financial Supervisory Service может заниматься всеми видами деятельности.

**Страховые компании.** В Корее до кризиса было 33 страховые компании. Они также занимались кредитованием, что привело к накоплению ими проблемных кредитов. Семь страховых компаний были закрыты, шесть реорганизованы путем слияния, а две распущены с передачей контрактов другим страховым компаниям. Для укрепления отрасли в Корее были приняты стандарты платежеспособности страховых компаний, существующие в ЕС. Стали более жестко регулироваться "банкоподобные" операции. К 2009 г. количество страховых компаний выросло до 53.

**Лизинговые компании** (по оценкам, до кризиса этот сектор занимал 4-е место в мире)<sup>2</sup>. Большая часть лизинговых компаний была закрыта. Кредиторы и акционеры понесли большие потери.

Основная форма **институтов коллективного инвестирования** в Корее - инвестиционные трасты (investment trust) – паевые фонды (не являются юридическими лицами). На них приходится 95% активов под управлением институтов коллективного инвестирования. Управляющая компания (investment trust company) выпускает паи, которые погашаются исходя из чистой стоимости активов инвестиционного траста. Это предьявительская бумага.

На корпоративные (акционерные) фонды, выпускающие акции, приходится 5% активов (2009 г.).

Большая часть активов корейских ИКИ вложена в акции (36%, сент. 2009 г.), на втором месте – облигации (27%)<sup>3</sup>. В 90-е годы большая часть активов корейских фондов приходилась на долговые инструменты.

До кризиса 1997 г. значительная часть активов институтов коллективного инвестирования была вложена в облигации и коммерческие бумаги крупнейших чеболей, например, у них оказалось 80% внутренних долговых бумаг Daewoo. Служба финансового надзора (см. ниже) ужесточила требования раскрытия информации для управляющих компаний этих учреждений, была улучшена система корпоративного управления (расширение количества внешних директоров) и т. п., была разработана программа их реструктуризации. Из 31 компании, действовавшей в 1997 г., 7 были ликвидированы или слиты. Все эти меры позволили восстановить доверие к сектору к середине 2000 г., и в отрасль начали поступать новые денежные средства, в том числе из-за рубежа.

Деятельность управляющих компаний вплоть до начала 2009 г. регулировалась принятым в 1969 г. Законом о доверительном управлении ценными бумагами и законом 2004 г. «О непрямом инвестировании и управлении активами». С 4 февраля 2009 г. Отрасль регулируется Законом «Об инвестиционных финансовых услугах и рынке капиталов» Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA).

---

<sup>1</sup> Консультирование и доверительное управление относятся к регистрируемым видам деятельности, остальные – лицензируемым.

<sup>2</sup> Там же. С. 40.

<sup>3</sup> Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.221 ([www.ksda.or.kr](http://www.ksda.or.kr))

Показатели издержек управления корейскими фондами весьма низкие, что говорит о конкурентоспособности корейских управляющих компаний. В среднем по всем фондам в августе 2009 г. они составляли 1,33% среднегодовой стоимости активов. Наивысшие издержки были у фондов акций и смешанных, соответственно, 2,09% и 2,17%, фонды денежного рынка и фонды облигаций 0,32% and 0,35%, соответственно<sup>1</sup>.

#### **Пенсионные фонды**

Общенациональная накопительная пенсионная система, охватывающая практически всех занятых (за исключением госслужащих и военных) была создана в 1988 г. - Национальный пенсионный фонд (самый крупный из корейских пенсионных фондов) под управлением Национальной пенсионной службы. Взносы в фонд вносятся поровну работодателями и работниками. Статус (государственный или частный) НацПФ определить довольно сложно, поскольку он управляется государственной структурой, взносы регулируются государством, но охватывает он занятых в основном в частных компаниях). Для государственных служащих существуют собственные фонды.

НацПФ – гигантское учреждение, на которое приходится основная часть пенсионных денег (198 млрд.долл. на 30 апреля 2009 г.)<sup>2</sup>. Он является пятым по величине пенсионным фондом в мире (2009 г. по данным Рейтер). 76% активов вложено в национальные облигации (2009 г.)<sup>3</sup>.

Негосударственные пенсионные фонды появились в Корее в декабре 2005 г. как корпоративные фонды, обособленные от финансов компании и находящиеся в каком-либо финансовом институте (в Корее это банки (53% активов НПФ), страховые компании (35%) или компании по ценным бумагам). Различают три вида пенсионных схем: «с фиксированными выплатами» (64% в сент. 2009 г.), с фиксированными взносами (27%) и индивидуальные пенсионные счета (9%).

Общий размер пенсионных накоплений в НПФ в конце сентября 2009 г. составлял 9,1 трлн вон (7,8 млрд долл).

Корейские негосударственные пенсионные фонды придерживаются очень консервативной политики: 85% их активов размещено в высоконадежные процентные инструменты и только 15% в долевые бумаги<sup>4</sup>.

## **4. Фондовая биржа**

С января 2005 г. в Корее действует единый организатор торговли - Корейская биржа (Korea Exchange), образованная путем объединения трех ранее самостоятельных рынков: Корейской фондовой биржи, системы KOSDAQ и Корейской фьючерсной биржи (KOFEX). На новой бирже вышеназванные организаторы торговли превратились в самостоятельные подразделения (рынок облигаций и акций ведущих компаний, рынок акций молодых компаний и фьючерсно-опционный рынок), сохранившие свои адреса (первые два находятся в Сеуле, срочный рынок - в Пусане)<sup>5</sup>.

Ведущим подразделением новой биржи является прежняя Корейская фондовая биржа (КФБ), именуемая в настоящее время секцией фондового рынка.

**История.** КФБ была основана рядом банков, страховых компаний и компаний по ценным бумагам 11 февраля 1956 г. под названием «Фондовая биржа Дайхан» (Daehan Stock Exchange). Поначалу

<sup>1</sup> Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.229 (www.ksda.or.kr)

<sup>2</sup> Korea National Pension Fund. June 2009, p.

<sup>3</sup> По существующим планам к 2014 г. доля корейский облигаций должна сократиться до 60% за счет увеличения до 10% доли корейских акций и до 10% иностранных акций.

<sup>4</sup> Capital Market in Korea 2009. Seoul, KOFIA, p.231-232 (www.ksda.or.kr)

<sup>5</sup> Реорганизация произошла на базе принятого в январе 2004 г. Закона об объединении трех названных бирж (рынков). Технически процесс объединения занял примерно год, и консолидированная биржа торжественно открылась 27 января 2005 г.

торговля осуществлялась почти исключительно государственными облигациями. В листинге было 12 акций (при 49 членах биржи). Торговля ими шла плохо.

В январе 1962 г. был принят Закон о ценных бумагах и биржах. По этому закону биржа была преобразована в акционерное общество. Однако уже в апреле 1963 г. на основе поправок в закон биржа превратилась в неприбыльную государственную корпорацию и была переименована в Корейскую фондовую биржу. В 1988 г. она снова сменила организационное устройство, превратившись в неприбыльную организацию, находящуюся в собственности членов.

В ноябре 1968 г. в стране принят Закон о развитии рынка капиталов, который был нацелен на увеличение количества листинговых компаний. Закон содержал налоговые и прочие льготы для фирм, прибегавших к открытой продаже акций. Благодаря этой политике в 70-е годы наблюдался беспрецедентный рост открытых эмиссий. Количество листинговых корпораций увеличилось за 1972-1978 гг. с 66 до 356<sup>1</sup>.

На протяжении 70-х годов совершенствовалась технология торговли. В октябре 1971 г. в ограниченной форме была введена система непрерывного двойного аукциона, а в 1975 г. она уже полностью вытеснила неэффективный онкольный (залповый) рынок. В 1974 г. был создан центральный депозитарий - **Корейский депозитарий ценных бумаг (KSD)**, что позволило осуществлять сделки без физического перемещения ценных бумаг и без переоформления сертификатов. В 1974 г. появился первый институт коллективного инвестирования - Корейская инвестиционно-доверительная компания.

В 1983 г. на бирже была установлена система автоматизированной (компьютерной) подачи заявок в торговый зал. 3 марта 1988 г. стала работать автоматизированная торговая система (KATS) при сохранении и голосовых торгов в зале. 30 августа 1997 г. биржа полностью перешла на электронную систему торговли.

В 1996-1997 гг. на КФБ возник рынок фьючерсов и опционов на индексы. В 2004 г. торговля этими инструментами была переведена на Корейскую фьючерсную биржу в рамках программы объединения корейских бирж.

В январе 2005 г. создана Корейская биржа

6 февраля 1999 г. в Пусане была создана Корейская фьючерсная биржа KOFEX. С января 2005 г. входит в состав Корейской биржи как структурное подразделение.

К торговле на Корейской бирже допускаются только профессиональные участники - компании, имеющие лицензию регулятора - Комиссии по финансовым услугам (FSC). Члены КБ делятся на две категории: члены фондовой секции и члены фьючерсно-опционной секции. Внутри каждой есть деление на клиринговых и неклиринговых членов. Кроме того, в секции фондового рынка выделяется категория дилеров по облигациям.

В марте 2008 г. общее количество членов КБ составляло 65, из них некоторые работали на всех сегментах, некоторые – только в отдельных секциях. Иностранцев членов – не менее 20.

Инструменты, торгуемые на КБ: акции, облигации, варранты, райты, бумаги институтов коллективного инвестирования (включая REITs, ETFs), репо, депозитарные расписки, фьючерсы и опционы на финансовые инструменты и товары.

#### **4.1. Механизм торговли**

Как отмечалось выше, с 1997 г. торговля на КБ осуществляется только путем ввода заявок в компьютер. Используется в чистом виде аукционный механизм торговли.

Основная (регулярная) сессия по акциям (в основной секции и в KOSDAQ) и облигациям продолжается пять дней в неделю с 9:00 до 15:00. С 8:00 инвесторы имеют право передавать заявки на биржу, которые поступают в центральный компьютер. В 9:00 они исполняются по единой цене, позволяющей максимизировать оборот (онкольный или залповый аукцион). Затем до 14:50 рынок работает в режиме непрерывного двойного аукциона, и в 15:00 на базе поступивших за 10 минут заявок определяется цена закрытия (залповым методом). С мая 2000 г., когда были отменены «кофе-паузы», никаких перерывов в работе нет.

<sup>1</sup> Korea Stock Exchange 2004. An Overview of Korean Securities Market ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).



Кроме регулярной сессии на бирже существует также утренняя и вечерняя (pre-hours, after-hours sessions).

Утренняя сессия введена 1 декабря 2003 г. и продолжается с 7:30 до 8:30. Сделки совершаются по ценам закрытия предыдущего дня. Вечерняя сессия продолжается с 15:10 до 18:00. Сделки совершаются до 15-30 по цене закрытия, затем на основе залпового (онкольного) аукциона, проводимого каждые полчаса. В течение и утренней, и вечерней сессии могут совершаться блоковые сделки (сделки с крупными пакетами акций), для которых предусмотрен особый режим.

**Маржинальные сделки** разрешены только физическим лицам. От 5 до 10% всех сделок с акциями (по обороту) на КБ осуществляется с использованием заемных средств (2000-2008 гг.).

В январе 1997 г. поправки, внесенные в Закон о ценных бумагах и биржах, узаконили совершение сделок через Интернет. Интернет-трейдинг стал наиболее распространенным методом торговли в Корее. Количество онлайн-счетов составляло 5,6 млн. В декабре 2003 г. более 60% всего оборота (по стоимости) пришлось на торговлю онлайн (к 2008 г. указанный показатель снизился до 50%).

Ликвидность рынка (отношение оборота к капитализации) очень высокая – в отдельные годы более 200%. При этом половина оборота приходится на физических лиц. Очевидно, можно говорить об особой склонности корейского населения к торговле на фондовом рынке. Активная торговля обусловлена, также, и очень низкими издержками. По некоторым расчетам, они в Корее в четыре раза ниже, чем в других странах с формирующимися рынками<sup>1</sup>.

В 2008 г. 45% оборота (по стоимости) акций на КБ приходилось на 20 эмитентов (табл.7), 11 из которых входят в четыре крупнейших чеболя.

Таблица 7

#### Наиболее торгуемые акции корейских эмитентов по обороту в 2008 г.

(трлн вон)

Название компании	Оборот	Название компании	Оборот
Samsung Electronics	81	DC Chemical	23
POSCO	47	STX Pan Ocean	22
LG Electronics	38	Daewoo Shipbuilding and Marine Engineering	20
Hyundai Heavy Industries	37	SK Energy	18
Hynix Semiconductor	31	Samsung C&T	17
LG Display	31	GS Engineering & Construction	16
Hyundai Motor	31	SK Telecom	16
Samsung Heavy Industries	26	Samsung Securities	16
Kookmin Bank	26	KEPCO	16
Shinhan Financial Group	24	Doosan Heavy Industries & Construction	16
<b>Общий оборот</b>	<b>1287</b>	<b>Доля 20 в обороте, %</b>	<b>45</b>

Источник: KRX Fact Book 2008, p. 36 ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).

## 4.2. Индексы

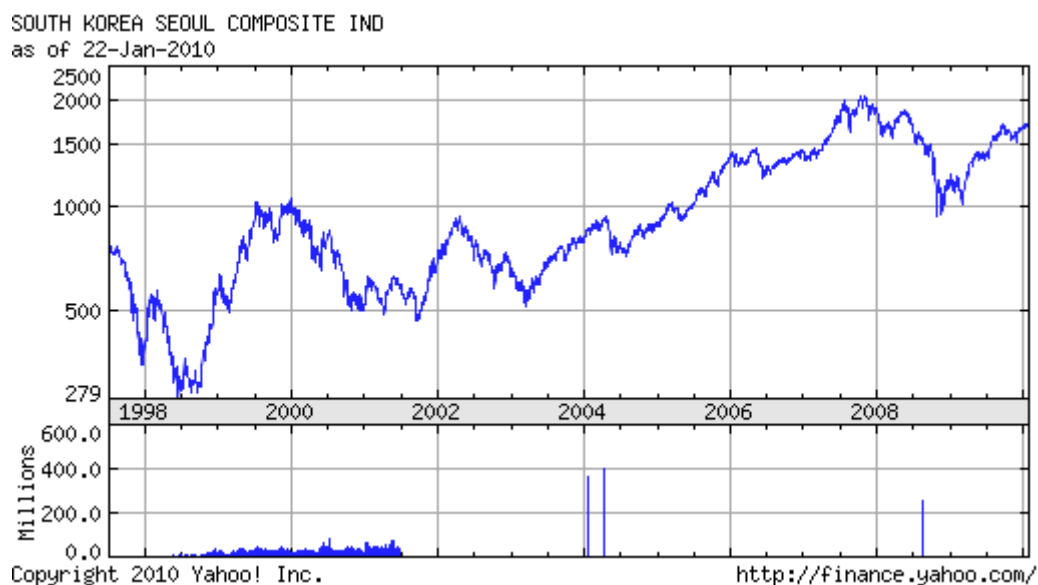
Основной индекс корейского рынка акций - **KOSPI** (The Korea Composite Stock Price Index) - рассчитывается с 4 января 1983 г. Это классический ценовой взвешенный по капитализации индекс, который учитывает все (т.е. 763) обыкновенные акции,

<sup>1</sup>Republic of Korea: Selected Issues. IMF Country Report No.02/20, Feb 2002, p. 62 ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

торгуемые на КБ (за исключением сегмента KOSDAQ). База индекса, равная 100, установлена на 4 января 1980 г.

С 15 июня 1994 г. КФБ публикует индекс **KOSPI 200**, рассчитываемый по 200 крупнейшим компаниям, на долю которых приходится 90% всей капитализации. База, равная 100, берется за 3 января 1990 г. Этот индекс лежит в основе популярных фьючерсных и опционных контрактов.

С 1 июня 2005 г. рассчитывается индекс KRX100, который исчисляется по 92 компаниям основной секции и 8 – KOSDAQ.



#### 4.3. Торговля долговыми инструментами

Корейская биржа предоставляет 5 торговых платформ для сделок с облигациями: ординарный рынок облигаций (OBM), мелкооптовый рынок государственных и муниципальных облигаций Market (SGM), розничный рынок облигаций (RBM), рынок государственных облигаций (GBM), и рынок репо. Торговля продолжается с 9 до 15 часов.

В котировальные листы биржи в конце 2008 г. входило 7286 государственных и муниципальных и 1977 корпоративных облигаций. При этом почти весь оборот приходится на государственные облигации.

#### 4.4. Фьючерсный рынок Корейской биржи

На Корейской бирже торгуются фьючерсы и опционы на доллар США, фьючерс на краткосрочную процентную ставку, фьючерс на золото, фьючерсный контракт на казначейские облигации, фьючерсы и опционы на фондовые индексы, фьючерсы на индивидуальные акции и свинину (lean hogs futures)<sup>1</sup>. По количеству заключенных фьючерсных контрактов Корейская биржа в 2008 г. занимала третье место в мире<sup>2</sup>.

### 5. Система регулирования

Основными нормативными документами, регулирующими фондовый рынок в Корее, до 2009 г. являлись: Закон о ценных бумагах и биржах 1962 г., Закон о фьючерсной торговле 1995 г., Закон о непрямом инвестировании и управлении

<sup>1</sup> Спецификация контрактов – см. ежегодные справочники биржи, например KRX Fact Book 2008 ([www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)).

<sup>2</sup> Derivatives 2009. IFSL, p.5 ([www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk))

активами 2004 г. (последний вобрал в себя два более ранних акта), Закон о фондовой и фьючерсной бирже 2004 г., Закон о трастовом бизнесе, Закон о торговых банках.

**Закон о ценных бумагах и биржах**, основной из перечисленных, регулировал вопросы открытой подписки на ценные бумаги, торговли ценными бумагами на публичном (биржевом) рынке, деятельность профессиональных участников, содержал нормы по раскрытию информации. Закон также включал нормы, касающиеся манипулирования на рынке ценных бумаг и сделок с использованием инсайдерской информации (и то и другое - уголовно наказуемое преступление)<sup>1</sup>.

Закон претерпел наиболее существенные изменения в 1976 г., в период, когда корейский фондовый рынок демонстрировал высокие темпы роста. Затем в него неоднократно вносились поправки в 1980-х и 1990-х годах. В частности, поправки включали право требования выкупа акций у руководства компании акционерами, голосовавшими на общем собрании против определенных решений, разрешение листинговым компаниям приобретать собственные акции, разрешение на реорганизацию КФБ из государственной в частную организацию и т. п.

В 2007 г. был принят, а в феврале 2009 г. вступил в силу Закон «О финансово-инвестиционных услугах и рынках капитала» Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA), который внес радикальные изменения в регулятивную систему Кореи. Целью этого закона являлось повышение конкуренции на рынке финансовых услуг, развитие финансовых инноваций и более эффективная защита инвесторов. Все вышеперечисленные акты были отменены, но их основные положения вошли в данный закон.

Законом введено понятие «финансовый инвестиционный инструмент» (ФИИ), под которым понимается контракт, по которому его владелец может получить прибыль (или избежать убытки), но без гарантии возместить расходы по его приобретению (т.е. несет инвестиционный риск). Любой финансовый продукт, имеющий инвестиционный риск, вне зависимости от его формы, рассматривается как ФИИ.

ФИИ подразделяются на: инструменты по которым возможна потеря основной суммы долга и по которым она невозможна (банковские депозиты и страховые полисы); ценные бумаги (долговые и долевые) и производные (биржевые и внебиржевые).

Закон объединил все виды деятельности на финансовых рынках в один – финансово-инвестиционный, разрешив осуществлять их в рамках одного учреждения. Закон разделил инвесторов на две категории: рядовых и профессиональных, установив для последних количественные критерии. Закон уделяет повышенное внимание безопасности рядовых инвесторов.

### **Органы регулирования**

Система регулирования и надзора в Корее на протяжении многих лет носила раздробленный характер. Функции лицензирования, контроля и пр. были распределены между Министерством финансов и экономики, Банковской комиссией, Комиссией по страховому надзору, Службой надзора за фондовым рынком, Комиссией по ценным бумагам и биржам и др. Что касается рынка капиталов, МФИЭ отвечало за лицензирование компаний по ценным бумагам<sup>2</sup>, а КЦББ и СНФР занимались надзором.

1 апреля 1998 г. в рамках программы выхода из кризиса и реструктуризации финансового сектора в стране была создана **Комиссия по финансовому надзору** (Financial Supervisory Commission - FSC), а 1 января 1999 г. исполнительный орган комиссии - **Служба финансового надзора** (Financial Supervisory Service - FSS). Новый

<sup>1</sup> Предусмотренное наказание - тюремное заключение до трех лет и штраф.

<sup>2</sup> Комиссия по ценным бумагам и биржам возникла в 1977 г. До этого функции регулирования рынка ценных бумаг полностью выполняло Министерство финансов и экономики.

регулятивный орган сосредоточил контролирующие функции над всеми финансовыми учреждениями. Этот орган, помимо полномочий Комиссии по ценным бумагам и биржам, получил также контролирующие функции Банковской комиссии, Комиссии по страховому надзору и т. п. Таким образом, Корея присоединилась к постоянно расширяющейся группе стран, избравших модель мегарегулятора (Австралия, Великобритания, скандинавские страны, ФРГ, Япония и др.). Общее количество сотрудников FSS составляло в конце 2008 г. 1684 человека. Помимо Кореи, регулятор имеет 8 представительств в ряде мировых финансовых центров (Нью-Йорк, Вашингтон, Лондон, Токио, Пекин, Гонконг, Франкфурт, Париж).

Учитывая особенности рынка ценных бумаг, внутри комиссии выделена Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Securities and Futures Commission (SFC).

В 2008 г. новая корейская администрация провела очередную реорганизацию, в результате которой Комиссия изменила свое название, теперь – Комиссия по финансовым услугам Financial Services Commission (FSC), при этом в ее ведение перешли вопросы разработки финансовой политики и законодательства, оставшиеся за Министерством финансов и экономики.

В функции Комиссии входит контроль за выпуском и обращением корпоративных бумаг на публичном рынке (бирже) и деятельностью профессиональных участников. Они стандартны для любого регулятора и не отличаются от функций Комиссии по ценным бумагам и биржам в США или Федеральной службы по финансовым рынкам в России.

Важные функции по регулированию рынка ценных бумаг и производных выполняет общенациональная саморегулируемая организация – Корейская финансовая инвестиционная ассоциация The Korea Financial Investment Association (KOFIA). Она была создана 4 февраля 2009 г. во исполнение Закона о финансовых инвестиционных услугах и рынках капитала Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA) путем объединения трех СРО – Корейской ассоциации фондовых дилеров Korea Securities Dealers Association (KSDA, осн. В 1953 г.), Корейской фьючерсной ассоциации Korea Futures Association (KOFA, осн. В 1996 г.) и Корейской ассоциации управляющих активами Asset Management Association of Korea (АМАК, осн. В 1996 г.).

На KOFIA возложены следующие функции:

- регулирование профессиональных участников и защита инвесторов;
- разрешение споров между профучастниками и их клиентами;
- регистрация и контроль за деятельностью инвестиционных консультантов и управляющих;
- контроль за внебиржевой торговлей нелистинговыми (внесписочными) акциями;
- контроль за внебиржевым рынком облигаций;
- исследование фондовых и срочных рынков;
- просвещение инвесторов, развитие образование в области инвестиций;
- подготовка и переподготовка профессиональных участников;
- дисциплинарный контроль и надзор за деятельностью профучастников;
- урегулирование споров между профучастниками.

Как и американская FINRA(NASD), KOFIA принимает экзамены и выдает квалификационные аттестаты, дающие право работать с теми или иными финансовыми инструментами, выполнять те или иные операции на финансовом рынке.