



СКОЛКОВО

Московская школа управления

Все новое —
это хорошо забытое старое.
Меры контроля за операциями
с капиталом и макроэкономические
детерминанты предпринимательской
деятельности в странах
с быстроразвивающимися рынками

Тематический доклад SIEMS

Институт исследования быстрорастущих рынков СКОЛКОВО

Содержание

<i>Введение</i>	2
I. КОНТРОЛЬ КАПИТАЛА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО: ТЕОРИЯ И ДАННЫЕ	7
II. КОНТРОЛЬ КАПИТАЛА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО: ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И НОВАЯ ЭМПИРИКА	21
III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ	29
<i>Техническое приложение</i>	32
<i>Литература</i>	36

Автор:
Кристофер Э. Хартвелл
(приглашенный старший научный сотрудник SIEMS)
chartwell16@gmail.com

Главный редактор:
Сэм Парк, Ph.D. (президент SIEMS)
spark@skolkovo.org

Введение

*«Странам необходима свобода действий для введения мер контроля за операциями с капиталом, отвечающих их конкретным нуждам, и от-
радно видеть, что после длительного периода изнурительной неолиберальной идеологии они наконец обретают эту свободу».¹*

Илен Грейбл и Ха-Чжун Чан

В последние два десятилетия роль предпринимательской деятельности как движущей силы экономического роста стала важной темой экономических исследований, и правительства всего мира ввели меры политики, призванные активизировать предпринимательскую деятельность и стимулировать инновации. Благодаря наличию показателей, отражающих простоту создания (и ликвидации) предприятия в стране, подобных тем, что используются в докладе Всемирного банка «Ведение бизнеса» (*“Doing Business”*), страны уделяют все больше внимания улучшению инвестиционного климата как способу формирования более благоприятных условий для предпринимательской деятельности; параллельно они реализуют и традиционные меры «инновационной» политики, как, например, инвестиции в научные исследования и опытно-конструкторские разработки (НИОКР), поддержка инкубаторов и инновационных кластеров, а также вложение средств в образование и развитие человеческого капитала.

Однако растущая волна финансового протекционизма угрожает разрушить достижения, связанные с улучшением условий для создания новых предприятий в странах с быстроразвивающимися рынками. Как видно из приведенной выше цитаты, набирает обороты тенденция в пользу мер контроля за операциями с капиталом, начало которой положил коллапс экономики Исландии в 2008 году. Использование мер контроля в Исландии, прямо поддержанное Международным Валютным Фондом (МВФ) как способ остановить бегство капитала, дало директивным органам рациональный предлог, и страны с быстроразвивающимися рынка-

ми по всему миру стали рассматривать возможность введения или ввели меры контроля:

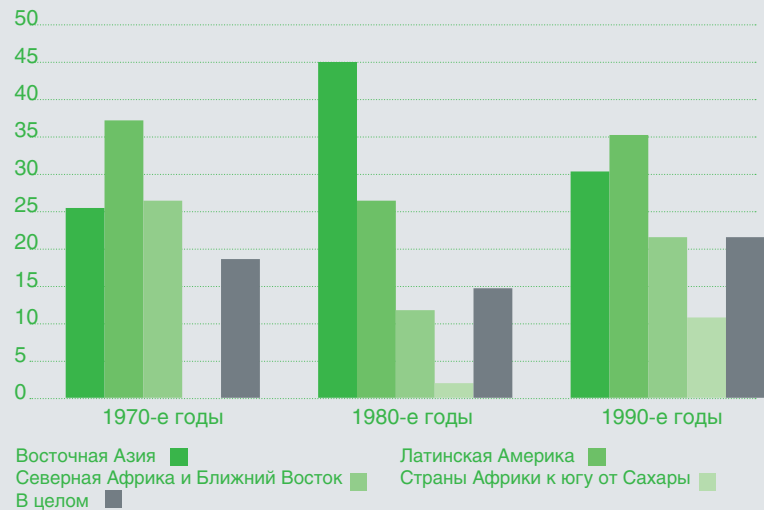
- В марте 2009 года в Украине банкам было предписано покупать и продавать национальную валюту по курсу не ниже ежедневно устанавливаемого директивными органами (при этом в первый день минимальный уровень намного превышал действующий рыночный курс). Это было сделано якобы для того, чтобы быстрое обесценение валюты не превратилось в бегство от нее.
- Бразилия, валюта которой в 2009 году укрепилась по отношению к доллару США на 36%, в октябре 2009 года ввела 2%-й налог на денежные средства, поступающие в страну исключительно для инвестирования в акции и инструменты с фиксированным доходом, а в октябре 2010 года подняла этот налог в два раза до 4%.
- Также в конце 2009 года в Тайване был введен запрет для иностранцев вносить денежные средства на срочные депозиты².
- Таиланд, следуя примеру Чили в 1990-е годы, в декабре 2006 года установил требование о 30%-х невознаграждаемых обязательных резервах (НОР) на все новые притоки капитала. Также как и в Тайване, введенный в октябре 2010 года дополнительный 15%-й налог на иностранных держателей тайских облигаций, выпущенных органами государственного управления и государственными предприятиями, был назван «налогом, взимаемым у источника».

Ряд других стран, находящихся на разных стадиях экономического развития, от Индонезии до Южной Кореи, также усилили нормы и правила, касающиеся инвестиций. В самом деле, несмотря на утверждения некоторых авторов о том, что «изнурительная неолиберальная идеология» устранила стремление к использованию мер контроля за операциями с капиталом в странах с быстроразвивающимися рынками, рисунок 1 показывает, что фактически это не соответствует действительности: большинство стран сохраняли ту или иную форму контроля даже в 1990-х годах, когда, как считается, развитие шло по принципу свободного качения, и в некоторых странах экономические условия даже улучшились, хотя меры контроля оставались в силе.

Несмотря на растущее количество экономических данных, свидетельствующих о том, что меры контроля за операциями с капиталом могут

^{2/} Примечательно, что, возможно, зная о значении для рынка термина «меры контроля за операциями с капиталом», глава Валютного департамента Комиссии по финансовому надзору публично заявил: «Мы не вводим никаких мер контроля за операциями с капиталом, по крайней мере пока... [инвесторам] следует покупать акции или облигации... а не складывать свои деньги на срочные депозиты». Спенсер Линь (Spencer Lin), цитируется по статье “Taiwan Regulator Moves to Curb ‘Hot Money’.” *Agence France Presse*, November 10, 2009, доступно в режиме онлайн по адресу: <http://news.malaysia.msn.com/business/article.aspx?cp-documentid=3699482>.

РИСУНОК 1/ Процент стран с открытыми счетами операций с капиталом, 1970–2000 годы



Источник: на основе данных из работы Asiedu and Lien (2004)

также оказаться безрезультатными для достижения многих заявленных целей их использования, долгосрочные воздействия этих мер, которые могут скорее навредить, чем помочь предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками, до сих пор практически не были изучены. Цель настоящей работы — восполнить этот пробел и рассмотреть меры контроля за операциями с капиталом как в историческом, так и в современном контексте, с тем чтобы выяснить их возможный эффект на компании и предпринимательскую деятельность в странах с быстроразвивающимися рынками в ближайшие годы. Как это скажется на странах с быстроразвивающимися рынками и компаниях в развивающихся странах, если доверие к мерам контроля за операциями с капиталом продолжит расти? Как возрождение мер контроля после глобального финансового кризиса отразилось на предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками?

Настоящая работа построена следующим образом. В следующем разделе дано определение мер контроля за операциями с капиталом и рассмотрено, как они могут влиять на предпринимательскую деятельность в те-

ории и на практике (в том числе рассмотрены целевые исследования Чили и Малайзии). В разделе II представлены новые данные и проанализированы более общие эффекты мер контроля на микроэкономическом уровне, что позволяет обновить результаты предшествующей работы с учетом воздействия мер контроля в течение глобального финансового кризиса. В заключительном разделе III изложены некоторые соображения относительно будущей мобильности капитала и перспектив предпринимательской деятельности в мире, характеризующемся ростом протекционизма.

КОНТРОЛЬ КАПИТАЛА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО: ТЕОРИЯ И ДАННЫЕ


1

«В 1997–1998 годах слова “меры контроля за операциями с капиталом” были недопустимы и порицались. В наши дни проблема капитала во всем мире носит столь системный характер и является настолько громадной, что сегодня повсеместно стало принято использовать тот или иной тип временных мер контроля за операциями с капиталом».³

Директор-распорядитель Всемирного банка Шри Мульяни

ЧТО ИМЕННО ОЗНАЧАЕТ ТЕРМИН «МЕРЫ КОНТРОЛЯ ЗА ОПЕРАЦИЯМИ С КАПИТАЛОМ»?

Первый вопрос, возникающий при выяснении воздействия мер контроля за операциями с капиталом на предпринимательскую деятельность, связан с определением этих мер. Фактически под термином «меры контроля за операциями с капиталом» понимается не только политический или административный рычаг, но и целый ряд различных механизмов — от мягких до драконовских, — ставящих одну цель: замедление (или прекращение) движения капитала на территорию страны или за ее пределы. Разнообразие мер контроля в концептуальном отношении, а также с точки зрения их оформления позволяет отнести их к категории «административных», или прямых, мер контроля, и «основанных на операциях», или косвенных, мер контроля, в зависимости от способа реализации (см. таблицу 1)⁴. Еще более важно то, что группировка инструментов, используемых для искажения потоков капитала, не является единообразной и строго заданной, и отнюдь не исчерпывающий перечень в таблице 1 показывает широкие различия в степени давления и соблюдения установленных норм, которые могут потребовать меры контроля за операциями с капиталом.

Аналогичным образом, помимо того, что эти разнообразные инструменты действуют на разных уровнях реализации, они также имеют разные предполагаемые эффекты и ориентированы на разные типы дви-

3/ Цитируется по “Asia May Need Capital Controls,” the Jakarta Post, November 11, 2010, доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.thejakartapost.com/news/2010/11/10/asia-may-need-capital-controls-sri-mulyani.html>.

4/ В литературе также используется термин «меры на рыночной основе», однако от него отказались в пользу термина «меры на основе операций», с тем чтобы разграничить фактические каналы, через которые осуществляется реализация этих мер. По мнению автора, термин «меры на рыночной основе» также вводит в некоторое заблуждение, поскольку предполагается, что все меры контроля за операциями с капиталом искажают действие рыночных механизмов; таким образом, термин «меры на основе операций» более полно отражает тот факт, что некоторые меры контроля направлены на увеличение транзакционных издержек.

ТАБЛИЦА 1/ ТИПЫ МЕР КОНТРОЛЯ ЗА ОПЕРАЦИЯМИ С КАПИТАЛОМ

Административные меры	Меры на основе операций
Требования, касающиеся пороговых уровней инвестиций	Беспроцентные обязательные резервы
Обязательная процедура получения разрешений для проведения трансграничных операций	Налоги на портфельные потоки (например, налог Тобина)
Количественные ограничения и (или) квоты на инвестиции	Дискриминационные и несоответствующие налоги на доходы от иностранных активов
Прямой запрет на репатриацию валюты или неконвертируемая валюта	Требования, касающиеся кредитного рейтинга, для заимствований за границей
	Временные требования, включая положения о том, что поступающие в страну средства должны оставаться в ней в течение определенного срока
	Системы множественных обменных курсов
	Повышенные и дискриминационные требования к отчетности

Источник: на основе информации из работы Ariyoshi et. al (2000)

ТАБЛИЦА 2/ АДРЕСНАЯ НАПРАВЛЕННОСТЬ МЕР КОНТРОЛЯ

Меры, ориентированные на потоки капитала		
	Притоки	Оттоки
Цель контроля	Скорректировать профицит платежного баланса	Генерировать доходы/финансировать военную экономику
	Воспрепятствовать потенциально изменчивым притокам капитала	Сдерживать развитие финансовой сферы/ обеспечить распределение кредита
	Предотвратить финансовую дестабилизацию	Скорректировать дефицит платежного баланса
	Не допустить реального укрепления национальной валюты	Сохранить сбережения для внутреннего использования
	Ограничить иностранную собственность на внутренние активы	Защитить внутренние финансовые компании
	Защитить внутренние финансовые компании	

Источник: Neely (1999)

жения капитала. В таблице 2 на основе работы сотрудника Федерального резервного банка Сент-Луиса Кристофера Дж. Нили (Christopher J. Neely), выполненной в 1999 году, представлены десять наиболее распространенных, по его мнению, причин введения мер контроля за операциями с капиталом, в разбивке по типу потоков капитала, на которые они ориентированы (притоки или оттоки).

Эффекты мер контроля на предпринимательскую деятельность: теория

Как показывает это краткое обсуждение, способ применения мер контроля и сферы, на которые направлено их действие, в основном носят макроэкономический характер, при этом их влияние на отдельные компании часто относят к эффектам второго или третьего порядка (то есть от формирования стабильности и защиты учреждений финансового сектора выиграют компании реального сектора). Тем не менее более глубокое рассмотрение мер контроля за операциями с капиталом указывает на их потенциально губительные последствия для предпринимательской деятельности.

В одном отношении теоретические представления о воздействии мер контроля за операциями с капиталом на компании вполне очевидны: любые нормы регулирования, затрудняющие получение финансирования или разрешающие инвестиции в страну, должны сдерживать предпринимательскую деятельность и расширение компаний⁵. Как отмечают два автора, исследовавших воздействие мер контроля в Чили, теории корпоративных финансов также формализуют эту идею в контексте конкретных инвестиций:

...при отсутствии финансовых ограничений и агентских проблем в корпорациях инвестиции компаний зависят исключительно от (пределной) стоимости компании по отношению к ее восстановительной стоимости. Однако в той мере, в какой компания сталкивается с ограничением на внешнее финансирование, ее инвестиции будут определяться внутренними ресурсами, а именно нераспределенными денежными доходами⁶.

Исследователи МВФ обобщают это положение, указывая, что «меры

5/ Любопытно отметить наблюдение некоторых авторов о том, что для того, чтобы оказать влияние на финансирование, эти ограничения в действительности должны носить обязательный характер. В работе Edison and Warnock (2003) установлено, что притоки капитала возрастают только после ослабления мер контроля за операциями с капиталом, соблюдение которых строго обеспечивается и отслеживается. Поэтому меры контроля, которые чаще нарушаются, чем выполняются на практике, вообще не являются мерами контроля.

6/ См. Gallego and Loayza (2000).

контроля за операциями с капиталом могут существенно ограничить доступ к займам в иностранной валюте и повысить стоимость таких займов, в особенности для компаний, не имеющих валютных доходов⁷. Этот факт имеет большое значение, так как во многих развивающихся странах рынки капитала недостаточно развиты (в самом деле, многие страны являются развивающимися именно по причине низкого объема сбережений и уровня финансового посредничества, которыми мог бы воспользоваться частный сектор), поэтому для расширения необходимо привлекать иностранное финансирование, а меры контроля за операциями с капиталом будут препятствовать этому потоку финансовых средств. Кроме того, ограниченный доступ к финансированию также по-разному скажется на компаниях, поскольку крупным компаниям обычно требуется меньше усилий и времени, чтобы получить банковский кредит (или использовать внутренние средства); действительно, исследователи обнаружили, что в странах с меньшими ограничениями на внешние операции с капиталом, как правило, больше малых компаний, чем в странах с более значительными ограничениями⁸.

Кроме прямого воздействия на инвестиции, установление дискреционных мер контроля, а также практика циклического введения в действие и последующей отмены этих мер порождает соответствующий тип изменчивости и неопределенных ожиданий, которые меры контроля призваны предотвратить⁹. Подход к регулированию потоков капитала по принципу «пуск – стоп» в более долгосрочной перспективе может отпугнуть инвесторов, а также привести к неуверенности национальных компаний по поводу структуры финансирования, если они привлекают займы на международных рынках. Неопределенность в отношении либерализации счета операций с капиталом может также привести к росту премии за риск ведения бизнеса в конкретной стране, что повлечет за собой повышение стоимости капитала (при наличии такового) и сокращение заимствований. Таким образом, хотя в распоряжении директивных органов всегда есть рычаг в виде мер контроля, существует неподдельная угроза ухудшения условий ведения бизнеса под влиянием изменчивости, что приведет к уменьшению будущих инвестиций и реальному снижению уровня жизни в стране в целом.

Еще одна сфера, где меры контроля теоретически могут негативно

7/ Prati, Schindler, and Valenzuela (2009).

8/ Alfaro and Charlton (2008).

9/ Это важный момент в аргументации сторонников мер контроля за операциями с капиталом: меры контроля обеспечивают стабильность. Такие авторы, как Дэни Родрик (Dani Rodrik), отмечают, что высокая мобильность капитала может повысить вероятность финансовых кризисов, что, в свою очередь, приведет к снижению предпринимательской активности.

сказаться на компаниях в стране назначения капитала, — это распространение технологий. Как отмечалось в одном из первых аргументов, выдвинутых в дискуссиях о либерализации счета операций с капиталом, инвестиции, особенно в форме прямых иностранных инвестиций (ПИИ), делают возможной передачу технологий и знаний (а это значит, что компаниям стран с быстроразвивающимися рынками не нужно изобретать колесо). Хотя обычно меры контроля ставят целью воздействовать только на краткосрочные или портфельные потоки капитала, они могут замедлить движение всех форм инвестиций, тем самым уменьшив вероятность входа на рынки страны долгосрочных инвесторов. Впрочем, были выдвинуты утверждения, что это положительно сказывается на стимулировании развития предпринимательской деятельности в стране происхождения инвестиций; согласно исследованию 1980-х годов, международные потоки капитала, и в особенности ПИИ, могут привести к вытеснению класса отечественных предпринимателей, поскольку доминирующее положение начинают занимать иностранные компании¹⁰.

Наконец, с позиций общественного выбора введение мер контроля за операциями с капиталом также возлагает на компании регулятивное бремя, которое усиливает неопределенность. В частности, меры прямого административного контроля, такие как процедуры получения разрешений на иностранные инвестиции, могут носить крайне дискреционный характер, способствуя росту неопределенности среди инвесторов, поскольку в результате размещение капитала происходит на основе политических соображений, а не рыночных механизмов. Кроме того, это может создать возможности для извлечения экономической ренты и коррупции, особенно на низестоящих (и нижеоплачиваемых) уровнях, куда обычно обращаются заявители (в работе Dreher and Siemers (2005) на основе эмпирических данных показана справедливость этого утверждения и отмечается, что более высокая коррупция связана с большими ограничениями по счету операций с капиталом).

Такая концентрация власти для «выбора победителей» также ведет к потере времени инвесторов и компаний, стремящихся привлечь капитал, поскольку бремя, возлагаемое на компании, означает, что им придется затрачивать больше времени на успешное прохождение процедуры получения разрешений на инвестиции, чем на сами инвестиции. Разумеется, так бывает, если компании действительно решают пойти законным путем; в исследованиях компаний развивающихся и развитых стран показано несметное число способов, с помощью которых компании уклоняются от мер контроля за операциями с капиталом. В составленный ОЭСР

10/ Более подробное объяснение см. в работе Grossman (1984).

перечень некоторых способов, используемых компаниями для обхода мер контроля, в частности, входят: фальсификация счетов-фактур в торговле, ускорение или затягивание сроков обработки документации, замещение потоков, свободных от ограничений, потоками, на которые распространяются ограничения, а также противозаконные методы (такие как подкуп и контрабанда)¹¹. Помимо этих методов, для обхода мер контроля за операциями с капиталом используются даже дозволенные в рамках режима контроля финансовые инструменты, например, деривативы, и чем продолжительнее период действия мер контроля, тем успешнее частному сектору удается избегать их¹².

Эффекты мер контроля на предпринимательскую деятельность: имеющиеся на сегодняшний день фактические данные

Рассмотрение эффектов мер контроля за операциями с капиталом на предпринимательскую деятельность является трудной задачей, поскольку часто нелегко отделить воздействие самих мер контроля от других макроэкономических переменных и мер политики (в самом деле, в странах, склонных вводить меры контроля, есть и другие искажения, которые также могут влиять на создание новых компаний). Эту проблему осложняет тот факт, что, как отмечалось выше, меры контроля за операциями с капиталом обычно вводятся для того, чтобы повлиять на макроэкономические переменные, поэтому многие научные знания были получены в результате анализа действенности мер контроля за операциями с капиталом на макроэкономическом уровне, тогда как микроэкономические эффекты этих мер мало изучены.

Примечательным исключением из этого правила является работа, опубликованная Гарвардской школой бизнеса, которая выделяется как превосходное межстрановое исследование мер контроля за операциями с капиталом и предпринимательской деятельности. С использованием набора данных по 98 странам за три года (1999, 2004 и 2007 годы) в этой работе установлено, что «в странах, в которых действовали более мягкие меры контроля за операциями с капиталом (интеграция «де-юре») или которые получали больший объем иностранного капитала (интеграция «де-

11/ В работе Blondal and Christiansen (1999) представлен более полный перечень способов, используемых компаниями для обхода мер контроля.

12/ См., в частности, работу Garber (1998).

факто»), вероятность более активной предпринимательской деятельности, представленной повышенной активностью новых и малых компаний, в среднем была выше»¹³. В рамках другого исследования, проведенного Национальным банком Швейцарии, было обследовано 9 655 компаний в странах с переходной экономикой и показано, что отсутствие мер контроля за операциями с капиталом побуждает малые компании привлекать займы на международных рынках, с тем чтобы обеспечить свои потребности в финансировании¹⁴. Еще одно примечательное исследование конкретных стран, таких как Индия, показало, что меры контроля за операциями с капиталом препятствуют эффективному установлению цен на акции отечественных эмитентов¹⁵.

Однако наиболее тщательное эмпирическое исследование микроэкономических эффектов мер контроля за операциями с капиталом на национальном уровне посвящено изучению двух самых известных стран, применявших меры контроля, — Чили и Малайзии — и уроки, вынесенные из опыта этих стран, заслуживают более пристального рассмотрения ниже. Кроме того, учитывая размеры экономики и широкий спектр мер контроля в Китае, эта страна также достойна отдельного анализа; несмотря на начальный уровень знаний, касающихся эффектов мер контроля за операциями с капиталом на предпринимательскую деятельность в Китае, проделанная к настоящему времени работа дает превосходное первое представление о проблемах, с которыми могут столкнуться в этой сфере все страны с быстроразвивающимися рынками.

Чилийская программа “*encaje*”

Пожалуй, Чили чаще, чем какую-либо другую страну, упоминают в качестве модели правильного использования мер контроля. Многие развивающиеся страны опасаются серьезных последствий неожиданных оттоков капитала (директивные органы до сих пор хорошо помнят эффекты долгового кризиса 1982 года), однако в Чили ограничения были призваны сдерживать притоки капитала. Действовавшая с 1991 года по 1998 год чилийская программа “*encaje*” (что по-испански значит «сейф») представляла собой ряд ограничений на внешние операции с капиталом, которые первоначально использовались как способ контролировать давление на обменный курс, поскольку, возможно по иронии судьбы, либерализация

13/ Там же.

14/ Brown, Ongena, and Yesin (2009).

15/ Stigler, Shaw, and Patnaik (2010).

чилийской экономики в начале 1990-х годов вызвала притоки капитала, в свою очередь повлекшие устойчивое повышение курса песо. Центральным компонентом “*encaje*” было введение невознаграждаемых обязательных резервов (НОР) — требования о депонировании в Центральном банке части (сначала 20%) портфельных притоков на беспроцентном счете на фиксированный срок¹⁶. Кроме того, видимо для того, чтобы стимулировать приток капитала с более длительными сроками погашения, в 1991 году было смягчено требование (установленное в 1982 году), согласно которому прямые инвестиции должны были оставаться в стране в течение 10 лет, и соответствующий срок был уменьшен до 3 лет. Как отмечается в работе Neely (1999), эти ограничения способствовали снижению доходности портфельных инвестиций и тем самым несколько уменьшили притоки капитала, рассчитанные на то, чтобы воспользоваться дифференциалами процентных ставок между Чили и другими развитыми странами (в особенности США).

Насколько эффективными оказались эти меры контроля для достижения целей политики, поставленных чилийским правительством? Примечательно отсутствие четких доказательств выгод от мер контроля; по словам профессора Массачусетского технологического института (MIT) Кристин Дж. Форбс (Kristin J. Forbes), в большинстве экономических исследований, посвященных ограничениям в Чили, «сделан вывод о том, что меры контроля за операциями с капиталом изменили структуру притоков капитала в пользу более длительных сроков погашения и обеспечили незначительное повышение гибкости денежно-кредитной политики, но при этом оказали минимальное воздействие на другие переменные (такие как совокупный объем притоков капитала или обменный курс)»¹⁷. Возможно, большее значение имеют веские данные, отрицающие влияние мер контроля на повышение обменного курса (что было исходным обоснованием мер контроля), поскольку ряд авторов отмечают, что обменный курс продолжал расти и за период действия мер контроля за операциями с капиталом повысился на 28 процентов.

Несмотря на частые утверждения о том, что программа “*encaje*” привела к минимизации негативных последствий мер контроля, эти ограничения не прошли для Чили даром. Реализация мер контроля потребовала от

16/ Как отмечается в работе Thin (2009), размер обязательных депозитов менялся от 10 до 30%, а штрафы за изъятие средств — от 1 до 3%, поскольку директивные органы все время пытались обеспечить точную настройку этих мер и «закрывать лазейки».

17/ Forbes (2003), стр. 1. Однако даже свидетельства того, что меры контроля способствовали удлинению сроков погашения, подвергаются сомнению, поскольку, согласно данным Банка международных расчетов (БМР), в период действия НОР краткосрочный долг Чили фактически увеличился; см. презентацию 2007 года сотрудника МВФ Джошуа Фельдмана (Joshua Feldman), в которой он рассматривает воздействие мер контроля.

правительства много времени и усилий, особенно в связи с тем, что частный сектор продолжал искать способы их обхода (что было одной из главных причин повышения НОР с 20% до 30% в 1992 году, а также введения в 1995 году требования о депонировании всех НОР в долларах США, которое повысило реальную стоимость этих резервов). Пожалуй, наибольшее значение имеет вывод, сделанный в работах Forbes и Gallego and Hernandez (2003), согласно которому программа “*encaje*” привела к существенному росту стоимости финансирования для малых чилийских компаний, причем в работе Forbes проведен анализ, который показывает, что в 1996–1997 годах капитальные затраты крупных компаний в среднем составляли 7–8%, тогда как затраты малых компаний превышали 20%. Малые компании и без того обычно сталкиваются с более высокой стоимостью заемных средств, а меры контроля усугубили их положение, приведя к формированию пула инвестиций с более длительными сроками погашения (доступ к которым малым компаниям получить труднее) и к усиленной проверке банками своих клиентов (от которой малые компании зависят в большей степени, чем крупные). Дополнительные эконометрические данные из работы Forbes указывают на «отсутствие свидетельств о финансовых ограничениях для малых или крупных компаний в период после отмены программы “*encaje*”, а также каких-либо данных о наличии значимой связи между размерами компаний и финансовыми ограничениями»¹⁸. Хотя на макроэкономическом уровне Чили, возможно, не пострадало в результате использования мер контроля за операциями с капиталом, в стране определенно были проиграны от введения “*encaje*”.

Малайзия и азиатский кризис

Малайзия в 1998 году представляет собой пример страны, уступающей только Чили в демонстрации благотворного характера мер контроля за операциями с капиталом. К тому же ее случай выдвинул серьезные интеллектуальные дебаты о мерах контроля на передний план разработки и проведения экономической политики. Малайзия начала либерализацию счета операций с капиталом в рамках вступления в МВФ еще в 1968 году, причем в 1986–1987 годах процесс медленного ослабления ограничений ускорился (несмотря на временное восстановление контроля в 1994 году, чтобы, во многом подобно Чили, сдержать приток краткосрочного капитала)¹⁹, однако азиатский кризис 1997–1998 годов и его воздействие

18/ Forbes (2003), стр. 23.

19/ Более подробную информацию об успехах Малайзии в проведении либерализации до 1992 года см. в работе Johnson *et. al* (2006).

на Малайзию заставили ее ввести меры контроля с 1 сентября 1998 года.

В отличие от Чили, режим контроля за операциями с капиталом в Малайзии с самого начала носил всеобъемлющий и подавляющий характер в расчете вселить финансовый «шок и трепет», которые полностью оградят экономику страны от движения капитала. Основными мерами контроля были следующими:

- фиксированный обменный курс, составляющий 3,8 малазийского ринггита за доллар США;
- объявление о том, что ринггит более не является законным платежным средством за пределами Малайзии;
- запрет на торговлю акциями малазийских эмитентов за границей;
- запрет на репатриацию иностранных инвестиций сроком на один год;
- требование о том, чтобы все расчеты по торговым операциям осуществлялись не в ринггитах, а в иностранной валюте;
- необходимость получать разрешение для перевода капитала за границу; и
- репатриация всех находящихся за рубежом активов, выраженных в ринггитах²⁰.

В пресс-релизе Центрального банка Малайзии, сопровождавшем введение контроля, органы денежно-кредитного регулирования отметили, что прямая цель этих мер заключалась в следующем:

- i. «ограничить эффекты цепного распространения внешних событий на экономику Малайзии;
- ii. сохранить достигнутые в последнее время успехи по реализации мер политики, направленных на стабилизацию национальной экономики; и
- iii. обеспечить стабильность внутренних цен и обменного курса ринггита и создать условия, способствующие восстановлению доверия инвесторов и потребителей и содействующие подъему экономики»²¹.

Как и в случае Чили, меры контроля в Малайзии также отразились на компаниях страны, хотя и иначе, чем программа “*encaje*”. Если говорить о положительном (или, точнее, нейтральном) воздействии, то, по замечанию исследователей МВФ, «данные не дают оснований считать, что меры контроля за операциями с капиталом заметно изменили процесс восстановления в Малайзии... , но при этом нет и доказательств того, что меры контроля привели к длительным издержкам, повлияв на доступ Малайзии

20/ Данный перечень основан на работе Mitchell and Joseph (2010), авторы которой подробно рассмотрели многие из ограничений, введенных Малайзией.

21/ Пресс-релиз Центрального банка Малайзии был озаглавлен “Measures to Regain Monetary Independence” («Меры по восстановлению независимости денежно-кредитной политики»), хотя это в лучшем случае предположительно как второстепенная причина. Этот пресс-релиз до сих пор доступен в режиме онлайн по адресу: <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=8&pg=14&ac=482&print=1>.

к международному портфельному капиталу»²². С точки зрения иностранных инвесторов, Малайзия сохранила свою привлекательность как страна назначения инвестиций (в основном благодаря более эффективному управлению), хотя ПИИ в нее действительно сократились по сравнению с другими странами Азии и прежними показателями самой Малайзии.

Противовесом этому утверждению о положительном воздействии мер контроля на макроуровне были ощутимые эффекты на микроуровне. Одним из обвинений в адрес Малайзии и, конечно же, одной из предполагаемых причин ее экономических проблем был «кумовской капитализм», или тот факт, что от щедрости правительства, по-видимому, выиграли лишь отдельные компании в стране. Согласно выводу исследований Johnson *et. al* (2006) и Mitchell and Joseph (2010), государственные компании или компании, тем или иным образом открыто связанные с правящими лицами (особенно с премьер-министром Махатхиром Мохамадом), одновременно получили более весомые выгоды от мер контроля за операциями с капиталом (с точки зрения доходности их акций) и в большей степени пострадали в результате отмены этих мер²³. Несмотря на заявления некоторых авторов о том, что компании, связанные с политическими кругами, не были *единственными* объектами помощи (в работе Cozzi and Nissanke (2009) утверждается, что поскольку меры контроля обеспечили стабильность национальной валюты, это пошло на пользу всем отраслям сектора внешнеторговых товаров), факты свидетельствуют о том, что политические связи облегчали бремя, сопряженное с мерами контроля за операциями с капиталом, а отсутствие таких связей приводило к худшим результатам и проблемам с финансированием, которых можно было ожидать в условиях действия ограничений²⁴.

Китай и будущее

В противоположность Чили и Малайзии, опыт применения мер контроля за операциями с капиталом в Китае отличается тем, что в этой стране никогда не было действительно «открытого» счета операций с капита-

22/ Johnson *et. al* (2006).

23/ В работе Mitchell and Joseph к тому же утверждается, что государственные компании и без того были крупнейшей малайзийской компании, что также могло указывать на меньшую потребность в иностранном капитале; это объясняет готовность поддержать меры контроля.

24/ В работе Cozzi and Nissanke (2005:2) названа также более дискриминационная причина введения мер контроля за операциями с капиталом: «Беседы с должностными лицами правительства Малайзии также позволяют предположить, что введение мер контроля за операциями с капиталом позволило им продолжить реализацию про-малайской политики позитивных действий без внешнего вмешательства и сохранить отечественную собственность на малайзийские компании». Таким образом, на деле меры контроля были призваны ухудшить перспективы одних компаний во благо других.

лом, вместо этого она ввела комплексный ряд мер контроля и лишь очень медленно (и совсем недавно) перешла к либерализации. Поэтому с точки зрения воздействия этих мер на предпринимательскую деятельность фактически нельзя говорить о ситуациях «до» и «после», которые можно было бы анализировать, и противоречащие фактам высказывания носят скорее теоретический, чем эмпирический характер. И все же, несмотря на эту оговорку, в нескольких исследованиях была сделана попытка изучения предпринимательской деятельности в Китае с учетом условий ведения бизнеса, с которыми сталкиваются компании, включая наличие мер контроля за операциями с капиталом.

Один из важнейших компонентов мер контроля за операциями с капиталом в Китае, который может влиять на предпринимательскую деятельность, связан со сдерживанием развития внутреннего финансового сектора, поскольку государственные банки обладают фактической монополией на финансовые ресурсы, а значит им принадлежит веское слово в том, кто получит финансирование, а кто нет. Результатом такого политического распределения финансовых средств в Китае была любопытная инверсия довода, выдвигаемого некоторыми сторонниками мер контроля за операциями с капиталом; вспомним утверждение многих авторов о том, что либерализация потоков капитала создаст преимущество для иностранных компаний перед национальными, что приведет к вытеснению с рынка отечественных предпринимателей. В Китае действительно наблюдался эффект «вытеснения», но победителями стали государственные компании, и причиной была не либерализация — это было прямым результатом мер контроля. Попросту говоря, по политическим соображениям, исходящим от правящей Коммунистической партии Китая (КПК), предпочтение отдается финансированию государственных компаний, что влечет за собой снижение уровня предпринимательской активности китайских компаний. По словам исследователя Яшэн Хуана (Yasheng Huang), «финансовую политику отличает систематический, повсеместный, устойчивый перекос в пользу наименее эффективных компаний в китайской экономике — [государственных предприятий, или] ГП — в ущерб наиболее эффективным компаниям», в особенности «малым, коммерческим и частным предприятиям»²⁵. Этот эффект сами предприниматели назвали связывающим ограничением на получение финансирования: в рамках проведенного Всемирным банком обследования предприятий 1999–2000 годов, которое охватывало выборку коммерческих компаний негосударственного сектора Китая, 66,3% опрошенных компаний сочли ограничения на финан-

25/ См. Huang (2005).

сирование «серьезным препятствием»²⁶. Как отмечает Всемирный банк, политический контроль над кредитом привел к «низким результатам деятельности банковского сектора» и подавил инновации, поскольку «в условиях высоких барьеров на вход и выход новые идеи и новые возможности, касающиеся банковского управления, продуктов и охвата рынка, не могут восторжествовать»²⁷.

Если не считать ограничений на финансирование, полное воздействие мер контроля на компании Китая нельзя будет оценить до тех пор, пока они не будут отменены. В одной работе шведских авторов делается попытка спрогнозировать результаты такого воздействия и утверждается, что после отмены комплекса мер контроля за операциями с капиталом в Китае компании страны окажутся в крайне невыгодном положении по причине защищенности от мировой экономики и недостатка знаний о ней²⁸. Этот результат, скорее всего, усилят (и особо отметят) различия между компаниями материковой части Китая и компаниями Гонконга — здесь компании имеют более длительный опыт международной конкуренции и, что важнее, эта бывшая колония стимулировала развитие предпринимательской деятельности путем проведения соответствующей политики в области формирования инвестиционного климата. Это отразилось в плотности создания компаний (числе вновь зарегистрированных корпораций на 1 000 человек трудоспособного возраста) в Гонконге по сравнению с большинством других стран мира: если в Китае, по оценкам Всемирного банка, плотность создания компаний составляет менее 1 на 1 000 человек, то в Гонконге этот показатель неизменно составлял более 10 (причем в период глобального финансового кризиса в 2009 году он даже повысился до 19,19 компаний на 1 000 человек). Представляется очевидным, что некоторые из проблем, с которыми столкнулись Чили и Малайзия в связи с мерами контроля за операциями с капиталом и их воздействием на предпринимательскую деятельность, наблюдаются сегодня и в Китае.

26/ Цитируется по работе Dorn (2006).

27/ Bai (2006).

28/ Oxelheim (2008).

КОНТРОЛЬ КАПИТАЛА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО: ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И НОВАЯ ЭМПИРИКА

2

Как отмечалось в предыдущем разделе, межстрановые данные о воздействии мер финансового контроля и предпринимательской деятельности в принципе ограничиваются одним важным исследованием Гарвардской школы бизнеса, причем основная часть этой работы посвящена макроэкономическим эффектам контроля и рассмотрению конкретных стран. В настоящем разделе сделана попытка исправить этот макроэкономический уклон и представить новые данные об эффектах мер контроля за операциями с капиталом на предпринимательскую деятельность с межстрановой точки зрения, включая анализ воздействия мер контроля в течение глобального финансового кризиса. Следует надеяться, что этот подход добавит новую перспективу в по-прежнему бурные дебаты относительно использования мер контроля за операциями с капиталом.

ДАННЫЕ И МЕТОДОЛОГИЯ

Хотя проведенные ранее исследования, упоминаемые в разделе I, подтвердили некоторые теоретические негативные эффекты мер контроля на создание новых компаний, по большей части период рассмотрения в них заканчивается до начала глобального финансового кризиса (ГФК). В настоящей работе сделана попытка расширить анализ, проведенный в работе Alfaro and Charlton (2008), и понять, существует ли постоянная (или даже усиливающаяся) связь между мерами контроля и созданием компаний в период ГФК.

Информация о создании компаний, которая использоваться в настоящей работе, взята из базы данных публикации Группы Всемирного банка “Entrepreneurship Snapshots” («Состояние предпринимательства»), которая содержит сведения о создании компаний по 112 развивающимся и промышленно развитым странам за 2004–2009 годы²⁹. Важнейшим индикатором в этой базе данных является «плотность создания компаний», определяемая как число вновь зарегистрированных корпораций на 1 000 человек трудоспособного возраста (15–64 лет). Этот взвешенный показатель создания компаний учитывает разную численность населения стран (было бы бессмысленно сравнивать число новых компаний в Индии и Бутане из-за огромных различий в численности населения этих стран), и при этом соответствующим образом масштабируется к численности рабочей силы страны. Итак, плотность создания компаний является зависимой

29/ В работе Alfaro and Charlton (2008) используется гораздо более комплексная база данных по компаниям — Dun & Bradstreet WorldBase. Однако база Всемирного банка представляет данные с позиции директивных органов (взяты из реестров компаний), а поскольку акцент в этой базе сделан скорее на создании новых компаний, чем на их деятельность, она является подходящей заменой базе Dun & Bradstreet WorldBase в настоящей работе.

переменной, которую мы постараемся объяснить, рассмотрев воздействие мер контроля за операциями с капиталом на плотность создания компаний.

Одна из проблем, на которую обратили внимание другие исследователи, — это сложность количественной оценки мер контроля за операциями с капиталом в эмпирическом отношении. Как отметили сотрудники МВФ, «установление значимой связи между мерами контроля за операциями с капиталом и экономическими результатами затрудняет также тот факт, что некоторые из наиболее распространенных индикаторов контроля за операциями с капиталом являются приближенными бинарными показателями, которые не учитывают изменения в степени ограничений по счету операций с капиталом»³⁰. Чтобы обойти эту проблему, в настоящей работе используется ставший довольно общепринятым в литературе показатель финансовой открытости Чинна–Ито. Этот показатель, детально описанный в работе Chinn and Ito (2007), построен как первый нормированный главный компонент четырех отдельных переменных для страны, взятых из доклада МВФ “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions” (AREAER) («Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях»):

- наличие множественных обменных курсов;
- ограничения по внешним текущим операциям;
- доля пятилетнего периода (охватывающего год t и четыре предшествующих года), в течение которой меры контроля за операциями с капиталом не действовали; и
- наличие требования об обязательной продаже экспортной выручки.

Этот индекс принимает тем большее значение, чем выше открытость стран по отношению к трансграничным операциям с капиталом, и последний вариант индекса охватывает 182 страны за период с 1970 по 2008 год. Применение индикатора Чинна–Ито отличает настоящее исследование от анализа, проведенного в работе Alfaro and Charlton, где в качестве меры жесткости ограничений, связанных с контролем за операциями с капиталом в каждой стране, используется среднее значение индикаторов AREAER. Благодаря применению индикатора Чинна–Ито мы надеемся показать не просто среднеарифметическое, а более «экономическое» содержание ограничений.

В отношении дополнительных факторов, которые необходимо контролировать, при эконометрическом анализе показателя открытости счета операций с капиталом в настоящей работе используется подход, аналогичный описанному в работе Alfaro and Charlton (2008), а именно:

30/ Prati, Schindler, and Valenzuela (2009).

учитывается воздействие объема ВВП на душу населения (GDP per capita) (в тысячах долларов США, в постоянных ценах, чтобы приближенно отразить уровень экономического развития страны), темп роста ВВП (GDP growth) (чтобы приближенно отразить текущий уровень экономической активности), объема ВВП (GDP) (в миллиардах долларов США, чтобы учесть эффекты масштаба, связанные с более крупными рынками), в постоянных ценах, объема внутреннего кредита частному сектору (в процентах ВВП) (Domestic Credit) и ряда переменных, касающихся институтов. Институциональные переменные взяты из издания “International Country Risk Guide” (ICRG) («Международный справочник страновых рисков») и, как и в работе Гарвардской школы бизнеса, включают рейтинги по уровню коррупции (Corruption), качеству бюрократического аппарата (Bureaucratic Quality), а также законности и правопорядку (Law and Order); эти переменные считаются важными факторами при принятии предпринимателем решения о том, стоит ли начинать деятельность в стране. Институциональные переменные принимают значения от 1 до 6, при этом 6 соответствует высшему качеству, самой высокой степени законности и правопорядка или наименьшей коррупции. Однако, в отличие от предшествующих работ, мы будем использовать изменения этих переменных (вместо их уровней), чтобы понять, как институциональные изменения повлияли на создание новых компаний.³¹

РЕЗУЛЬТАТЫ

В таблице 3 представлены результаты нескольких комбинаций переменных, с тем чтобы выяснить воздействие мер контроля за операциями с капиталом на создание компаний (более подробное объяснение использованных методов см. в техническом приложении). В первом столбце показана полная модель, включающая все переменные; из входящих в эту спецификацию переменных только темп роста ВВП и открытость счета операций с капиталом являются значимыми для объяснения плотности создания компаний, причем открытость счета операций с капиталом имеет

31/ Эконометрическая причина использования изменений переменных, а не их уровней объясняется в техническом приложении. К тому же, хотя в работе Alfaro and Charton применяется логарифм от переменных ВВП и ВВП на душу населения, данный подход невозможно применить по двум причинам: во-первых, нас интересует не столько оценка эластичности, сколько знак влияния. Во-вторых, и что более важно, т.к. анализируемые показатели демонстрируют наличие нестационарности, что может привести к проблеме ложной регрессии (см. техническое приложение), то для элиминирования единичных корней в переменных ВВП и ВВП на душу населения, необходимо взять первые разности (или изменения переменных). Однако взятие первой разности логарифма ВВП делает её идентичной переменной темпа роста ВВП, подразумевая дублирование переменных, или мультиколлинеарность. Таким образом, мы используем темп роста ВВП на душу населения и темп роста ВВП без взятия логарифма, но берем первые разности для удаления единичных корней.

одновременно наибольшую статистическую и экономическую значимость. Незначимость институциональных переменных не обязательно означает отсутствие корреляции между институтами и созданием компаний; скорее это указывает на то, что в рассматриваемый период изменения институтов играли меньшую роль как фактор, определяющий число входящих на рынок компаний на душу населения. Это может быть связано со многими причинами, включая более короткий временной охват этой базы данных и тот факт, что институциональные переменные меняются очень медленно (и даже если они действительно меняются, может потребоваться время для изменения ожиданий и для того, чтобы, эти изменения отразились на эко-

ТАБЛИЦА 3/ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА: ПЛОТНОСТЬ СОЗДАНИЯ КОМПАНИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ОТКРЫТОСТИ СЧЕТА ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И МЕР КОНТРОЛЯ

Переменная	Регрессия			
	1	2	3	4
Δ log(ВВП)	0.006	-0.010		
	<i>0.79</i>	<i>0.59</i>		
Δ log(ВВП на душу населения)	-0.160	2.70		2.05
	<i>0.39</i>	<i>1.43</i>		<i>1.99*</i>
Темпы роста ВВП	0.04	-0.02		
	<i>2.49*</i>	<i>0.53</i>		
Внутренний кредит частному сектору	0.03	0.06		0.06
	<i>1.51*</i>	<i>2.00*</i>		<i>2.21*</i>
Δ Качество бюрократического аппарата	0.78	0.50		
	<i>1.44</i>	<i>0.88</i>		
Δ Законность и правопорядок	-0.32	-0.14	-0.48	
	<i>1.47</i>	<i>0.55</i>	<i>2.43*</i>	
Коррупция	-0.03	0.04		
	<i>0.17</i>	<i>0.17</i>		
Открытость счета операций с капиталом	0.73	0.53	0.91	0.52
	<i>2.55*</i>	<i>2.75**</i>	<i>2.72**</i>	<i>2.51*</i>
Константа	0.79	-1.17	2.50	
	<i>0.53</i>	<i>0.74</i>	<i>6.52**</i>	
N	287	234	362	267
R-квадрат	0.32	0.25	0.12	0.27

Абсолютные значения t-статистик приведены под значениями коэффициентов. * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

номике).

Хотя в работе Гарвардской школы бизнеса в качестве представительной переменной уровня экономического развития используется ВВП на душу населения, возможно, удобнее просто выделить страны, относящиеся к категории стран с быстроразвивающимися рынками, и провести повторное оценивание модели только для этих стран (объем ВВП на душу населения сохранен для того, чтобы показать разницу в уровнях развития между странами с быстроразвивающимися рынками). Во втором столбце таблицы 3 представлен результат анализа с учетом только стран с быстроразвивающимися рынками, и полученные ранее результаты немного меняются; величина эффекта несколько уменьшается, однако открытость счета операций с капиталом является статистически наиболее значимой переменной, определяющей плотность создания компаний в конкретной развивающейся стране, в то время как внутренний кредит является погранично значимым.

Вместе с тем, поскольку институциональные переменные, как оказалось, имеют меньшее значение, чем открытость счета операций с капиталом и темп роста ВВП (во всех странах) или внутренний кредит (в странах с быстроразвивающимися рынками), далее мы будем применять использованный в работе Hendry (1995) подход «от общего к частному». Согласно этому методу, посредством итеративного процесса модель сводится к самой узкой форме, так чтобы в спецификации текущей модели остались только наиболее важные переменные (в любой модели всегда существует опасность пропуска переменных, поэтому результаты следует трактовать с обычной долей осторожности). Результаты использования этого подхода, представленные в столбце 3 таблицы 3, показывают, что с точки зрения создания компаний важнейшими переменными для всех стран остается открытость счета операций с капиталом, в то время как темп роста ВВП теряет свою значимость; это может означать, что компании образуются в благоприятных и не очень благоприятных условиях; но именно доступность капитала, а не момент входа на рынок определяет успешное формирование компании. Что более примечательно, данный подход выделяет институциональный эффект, который ранее был незначим; изменения в законности и правопорядке являются значимыми и оказывают отрицательное влияние. Данная негативная взаимосвязь может проявиться вследствие того, что при повышении уровня законности и правопорядка разрастается бюрократический аппарат; это может стать препятствием для предпринимателей вследствие большого объема волокиты.

В качестве заключительной проверки подход «от общего к частному» был также применен к подмножеству стран с быстроразвивающимися рынками и привел к сходным результатам, которые представлены

в столбце 4 таблицы 3: ВВП на душу населения оказывает значимое и положительное влияние, выражая, возможно, что разница в уровнях развития в странах с быстроразвивающимися рынками также оказывает влияние на предпринимательство (возможно, существует диапазон уровня развития, для которого характерен более быстрый процесс создания компаний). Этот результат свидетельствует о том, что меры контроля за операциями с капиталом действительно ограничивают доступ компаний к капиталу, потребности в котором они не способны удовлетворить внутри страны, а иностранный капитал позволяет войти на рынок большему числу компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

3

«В Китае действовали меры контроля за краткосрочными потоками капитала, которые, хотя и не лучшим образом, смогли стабилизировать эти потоки. Но в то же время страна отличалась очень высокой степенью открытости по отношению к долгосрочным инвестициям... что меня действительно беспокоит — это такие страны, как Индия, где обсуждается вопрос о необходимых масштабах вмешательства в рынок. И некоторые люди утверждают, что Индия не должна использовать меры контроля за операциями с капиталом, хотя это делала Бразилия и это делал Китай».³²

Джозеф Стиглиц

Хотя контроль за операциями с капиталом может обеспечить правительству некоторое пространство для проведения макроэкономической политики, постоянно растущий объем данных показывает, что меры контроля за операциями с капиталом сопряжены с несомненными и длительными издержками для реальной экономики, особенно на микроэкономическом уровне, в странах, вводящих такие меры. В настоящей работе, которая опирается на представленные в литературе страновые и межстрановые исследования, проведен расширенный анализ с учетом первого года глобального финансового кризиса и установлено, что в странах с более открытыми счетами операций с капиталом ситуация с предпринимательской деятельностью обстояла лучше, чем в странах с жестко закрытыми счетами операций с капиталом. Этот результат сохраняется как для развитых стран, так и для стран с быстроразвивающимися рынками в 2004–2008 годах, причем на создание компаний сильно влияют экономическая активность, доступность внутреннего кредита (для стран с быстроразвивающимися рынками) и возможность получения иностранного капитала.

Разумеется, этот анализ является далеко не полным, поскольку кроме макроэкономических и (формальных) институциональных переменных существует большое число факторов, определяющих уровень предпринимательской деятельности в стране. На решение отдельного лица начать свой собственный бизнес могут влиять культура, социальные установки и обязательства, а также другие микроэкономические проблемы (такие как отраслевые нужды или конкурентная среда). Однако результаты, полученные в данной работе, показывают, что хотя желание открыть бизнес может различаться в разных странах, в действительности успешное открытие бизнеса определяется простотой соответствующих процедур. Меры контроля за операциями с капиталом только затрудняют предпри-

ятиям начало деятельности, ограничивая их возможности получения капитала, а также влекут за собой другие искажения (в том числе бюрократические), связанные с низкими показателями создания компаний (что показано в таблице 3 с учетом выборки всех стран).

В этом смысле открытость счета операций с капиталом может быть признаком других проблем государственной политики в области предпринимательской деятельности, поскольку меры контроля очень редко вводятся правительством, которое в прошлом не вмешивалось в экономику. Более вероятно, что страна, вводящая контроль за операциями с капиталом, также привержена использованию других мер политики и норм регулирования, которые могут пагубно сказаться на предпринимательской деятельности, будь то посредством административных барьеров для начала бизнеса или политических решений, касающихся обменных курсов или международной торговли. Поэтому открытость счета операций с капиталом можно считать представительной переменной общего отношения правительства к бизнесу, а также надлежащей роли государства в экономике.

Если рассматривать вопрос через эту призму, введение в действие мер контроля за операциями с капиталом может оказаться наихудшим способом решения проблем для правительства, стремящегося выгнать свою страну из рецессии и стимулировать предпринимательскую деятельность (в самом деле, в противоположность утверждению Грейбл и Чана, приведенному во введении, именно изнурительная *антилиберальная* идеология наносит вред странам и функционирующим в них предприятиям). Вместо того чтобы сосредоточивать усилия на возведении барьеров, правительства должны создавать благоприятные условия в экономике, способствуя предпринимательской деятельности в самых разных отношениях; традиционная политика в области инноваций, включая поддержку инновационных центров и инкубаторов, инвестиции в НИОКР, поддержку образования и развития человеческого капитала могут принести намеченные дивиденды, однако необходимо также уделять внимание вопросам инвестиционного климата, таким как открытость счета операций с капиталом. Концентрация усилий на формировании надлежащих макроэкономических детерминантов будет способствовать стабильности и создаст условия, позволяющие предпринимателям реализовать свои планы.

32/ Цитируется по "Stiglitz Urges Capital Controls to Curb 'Hot Money'," November 11, 2010, доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.reuters.com/article/2010/11/11/us-stiglitz-idUSTRE6AA15Z20101111>.

Техническое приложение

В настоящем приложении более подробно рассмотрены технические аспекты модели, использованной в разделе II.

Важным вопросом в отношении базовых данных, не включенным в более раннюю работу Alfaro and Charlton (2008), была проверка стационарности данных. В частности, показатели объемов ВВП и ВВП на душу населения печально известны наличием единичного корня, то есть демонстрируют со временем повышательное смещение, что приводит к ложным результатам регрессии, если эти показатели включаются в модель в уровнях. Расширенный тест Дики–Фуллера (таблицы А.1 и А.2) подтверждает, что в используемой базе данных ВВП и ВВП на душу населения

ТАБЛИЦА А.1/ ТЕСТ НА НАЛИЧИЕ ЕДИНИЧНОГО КОРНЯ
ДЛЯ ЛОГАРИФМА ВВП

LogВВП		Статистика	р-значение
Обратное хи-квадрат(202)	P	128.728	1.0000
Обратное нормальное	Z	3.8458	0.9999
Обратное логит(484)	L*	4.1804	1
Модифицированное обратное хи квадрат	Pm	-3.6454	0.9999

ТАБЛИЦА А.2/ ТЕСТ НА НАЛИЧИЕ ЕДИНИЧНОГО КОРНЯ
ДЛЯ ЛОГАРИФМА ВВП НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ

LogВВП на душу населения		Статистика	р-значение
Обратное хи-квадрат(202)	P	151.07	0.9970
Обратное нормальное	Z	3.6785	0.9999
Обратное логит(494)	L*	4.1087	1.0000
Модифицированное обратное хи квадрат	Pm	-2.5341	0.9944

Получено с использованием программы STATA 11, команда xtunitroot, fisher [varname] dfuller, с нулевыми лагами

являются нестационарными: для представленных статистик нулевая гипотеза предполагает, что все панельные данные содержат единичные корни, и эту гипотезу нельзя отвергнуть и в обоих случаях. Поэтому переменные следует брать в разностях, с тем чтобы избавиться от единичного корня (результаты взятия первых разниц, которые подтверждают стационарность этих двух рядов порядка (1), не показаны).

ТАБЛИЦА А.3. ТЕСТЫ НА НАЛИЧИЕ ЕДИНИЧНОГО КОРНЯ
ДЛЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ПЕРЕМЕННЫХ

		Качество бюрократического аппарата		Законность и правопорядок		Коррупция	
		Статистика	р-значение	Статистика	р-значение	Статистика	р-значение
Обратное хи-квадрат	P	72.388	1	142.094	0.978	340.802	0
Обратное нормальное	Z	-1.575	0.058	-2.892	0.002	-2.913	0.002
Обратное логит	L*	-7.643	0	-6.307	0	-11.214	0
Модифицированное обратное хи-квадрат	Pm	-5.672	1	-1.903	0.972	8.629	0

Получено с использованием программы STATA 11, команда xtunitroot, fisher [varname] dfuller, с нулевыми лагами

Аналогичная проверка предпринята и для переменных из ICRG, которые также характеризуются тенденцией к нестационарности из-за ограниченности их значений и, главным образом, временных трендов. Хотя эта база данных охватывает более короткий период времени, а значит, можно ожидать, что проблема стационарности будет не столь серьезной, тот же тест (таблица А.3) показывает, что две переменные: качество бюрократического аппарата и законность и правопорядок, — демонстрируют наличие единичного корня и тоже должны использоваться в разностях (переменная коррупции стационарна в уровнях, и ее можно оставить в исходной форме).

ТАБЛИЦА А.4/ РЕЗУЛЬТАТЫ ТЕСТА ХАУСМАНА, СРАВНЕНИЕ МОДЕЛЕЙ С ФИКСИРОВАННЫМИ И СЛУЧАЙНЫМИ ЭФФЕКТАМИ

	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$
	Фиксированные эффекты	Случайные эффекты	Разница	Стандартная ошибка
D.logGDP	0.006	0.002	0.004	0.001
GDP_Grow	-0.16	0.008	-0.168	0.081
D.logGDPpc	0.04	0.039	0.001	0.010
Domestic Credit	0.027	0.035	-0.008	0.006
D.BurQual	0.778	0.59	0.188	0.108
D.LawOrder	-0.324	-0.282	-0.042	0.042
Corruption	-0.034	0.458	-0.492	0.243
KAOpen	0.732	0.677	0.055	0.189
	chi2(7)	18.56		
	Prob>chi2	0.017		

Получено с использованием программы STATA 11, команда Hausman по сохраненным оценкам из регрессий со случайными и фиксированными эффектами

В заключение был выбран надлежащий эконометрический метод анализа данных — модель с фиксированными эффектами (в отличие от случайных эффектов), оцениваемая по обобщенному методу наименьших квадратов. Результаты теста Хаусмана, проведенного для двух вариантов модели, показали значимое различие между этими двумя спецификациями (результаты, представленные ниже в таблице А.4, позволяют отвергнуть нулевую гипотезу о том, что значения коэффициентов равны).

Учитывая описанные выше эконометрические проблемы, в полной регрессионной модели, результаты которой представлены в столбце 1 таблицы 3, плотность создания компаний рассматривается как функция макроэкономических переменных и институциональных препятствий:

$$ED_{it} = \alpha \Delta GDP_{it} + \beta \Delta GDP \text{ per capita}_{it} + \gamma GDP \text{ growth}_{it} + \delta Domestic \text{ Credit}_{it} + \theta \Delta Bureaucratic \text{ Quality}_{it} + \nu \Delta Law \text{ and Order}_{it} + \rho Corruption_{it} + \sigma Capital \text{ Account Openness}_{it} + \mu + \varepsilon_{it}$$

В этой спецификации μ представляет фиксированный эффект. Кроме того, использовались устойчивые стандартные ошибки, с тем чтобы

внести поправку на возможную гетероскедастичность, обусловленную данными временных рядов.

Наконец, использовалось моделирование по принципу «от общего к частному», реализованное путем поэтапного исключения переменной, наименее значимой в предыдущей регрессии. После этого сравнивались F значения, чтобы оценить степень согласия последующих моделей, до тех пор пока в модели не остались только значимые переменные. Как отмечалось в основном тексте, данный подход связан с риском смещения из-за пропущенных переменных, который был отчасти устранен посредством использования устойчивых стандартных ошибок. Однако для построения законченной модели создания компаний необходимы дополнительные исследования.

ЛИТЕРАТУРА

- Ahrend, Rudiger, Boris Cournède, and Robert Price, 2008, “Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,” OECD Economics Department Working Paper No. 597 (March).
- Alfaro, Laura and Andrew Charlton, 2008, “International Financial Integration and Entrepreneurial Firm Activity,” Harvard Business School Working Paper No. 07-012 (December), доступно в режиме онлайн по адресу: www.hbs.edu/research/pdf/07-012.pdf.
- Andersen, Camilla, 2008, “Iceland Gets Help to Recover from Historic Crisis,” *IMF Survey On-Line*, December 2, доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/int111908a.htm>.
- Ariyoshi, Akira, 2000, *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization* (Washington DC: IMF Press).
- Asiedu, Elizabeth, and Donald Lien, 2004, “Capital Controls and Foreign Direct Investment,” *World Development*, Vol. 32 No. 3 (March): 479-490.
- Bai, Chong-En, 2006, “The Domestic Financial System and Capital Flows: China,” World Bank mimeo, available on-line at: <http://siteresources.worldbank.org/INTCHIINDGLOECO/Resources/TheDomesticFinancialSystemandCapitalFlows-China.pdf>.
- Blondal, Sveinbjorn and Hans Christiansen, 1999, “The Recent Experience with Capital Flows to Emerging Market Economies,” OECD Working Paper ECO/WKP(99)3 (February).
- Brown, Martin, Steven Ongena, and Pinar Yesin, 2009, “Foreign Currency Borrowing by Small Firms,” Swiss National Bank Working Paper No. 2009-02 (February).
- Chinn, Menzie D., and Hiro Ito, 2005, “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions,” National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 11370 (May).
- Cozzi, Giovanni and Machiko Nissanke, 2009, “Capital Controls and the Current Financial Crisis: Revisiting the Malaysian Experience,”

- *Development Viewpoint*, Newsletter of the Centre for Development Policy and Research (CDPR) at the School of Oriental and African Studies, No. 35 (August), доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.soas.ac.uk/cdpr/publications/dv/file53082.pdf>.
- Dorn, James A., 2006, “Ending Financial Repression in China,” *Cato Economic Development Bulletin*, No. 5 (January), доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.cato.org/pubs/edb/edb5.pdf>.
- Dornbusch, Rudiger, 2001, “Malaysia: Was It Different?” NBER Working Paper No. 8325 (June).
- Dreher, Axel, and Lars H.R. Siemers, 2005, “The Intriguing Nexus Between Corruption and Capital Account Restrictions,” KOF Swiss Economic Institute Working Paper 113 (November), доступно в режиме онлайн по адресу: http://www.kof.ethz.ch/publications/science/pdf/wp_113.pdf.
- Edison, Hali, and Francis E. Warnock, 2003, “Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets,” IMF Working Paper No. 03/236.
- Forbes, Kristin J., 2003, “One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms,” NBER Working Paper No. 9777 (June).
- Foster, J.D., 2009, “Understanding the Great Global Contagion and Recession,” *Heritage Backgrounder*, No. 2331 (October).
- Gallego, Francisco A., and Leonardo Hernández, 2003, «Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s,» Working Paper of the Central Bank of Chile No. 203.
- Garber, P.M., 1998, “Derivatives in International Capital Flows,” NBER Working Paper No. 6623 (June).
- Grabel, Pene, and Ha-Joon Chang, 2010, “Why Capital Controls Are Not All Bad,” *Financial Times*, October 25.
- Grossman, Gene, 1984, “International Trade, Foreign Investment, and the Formation of the Entrepreneurial Class,” *American Economic Review* Vol. 74 No. 4: 605-614.

- Hartwell, Christopher A., 2001, “The Case Against Capital Controls: Financial Flows, Crises, and the Flip Side of the Free-Trade Argument,” *Cato Institute Policy Analysis* No. 403 (June), доступно в режиме онлайн по адресу: http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=1262.
- Hendry, David, 1995, *Dynamic Econometrics* (Oxford: Oxford University Press).
- Huang, Yasheng, 2005, “Do Financing Biases Matter for the Chinese Economy?” Paper presented at the Cato Institute’s 23rd Annual Monetary Conference, Washington, D.C. (November).
- Hutchison, Michael M., 2001, «A Cure Worse Than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs.» NBER Working Paper No. 8305 (May).
- International Monetary Fund (IMF), 2010, “Iceland: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria,” September 13.
- Johnson, Simon, Kalpana Kochhar, Todd Mitton, and Natalia Tamirisa, 2006, “Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions,” IMF Working Paper WP/06/51 (February).
- Kaplan, Ethan and Dani Rodrik, 2001, «Did the Malaysian Capital Controls Work?» NBER Working Paper No. 8142 (February).
- Mitchell, Heather and Saramma Joseph, 2010, “Changes in Malaysia: Capital Controls, Prime Ministers and Political Connections,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18: 460-476.
- Neely, Christopher J., 1999, “An Introduction to Capital Controls,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, (November-December).
- Ostry, Jonathan, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls,” IMF Staff Position Note No. SPN/10/04 (February 19), доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.

- Oxelheim, Lars, 2010, “Globalization, Transparency and Economic Growth: The Vulnerability of Chinese Firms to Macroeconomic Shocks,” *Journal of Asian Economics*, Vol. 21 No. 1 (February): 66-75.
- Stigler, Matthieu, Ajay Shah and Ila Patnaik, 2010, “Understanding the ADR Premium under Market Segmentation,” Finance Working Papers No. 15, East Asian Bureau of Economic Research, доступно в режиме онлайн по адресу: http://www.eaber.org/intranet/documents/23/2227/NIPFP_Stigler_2010.pdf.
- Thin, Win, 2009, “A Primer on the Chilean Encaje,” *Special FX*, newsletter of Brown Brothers Harriman, November 20th, доступно в режиме онлайн по адресу: <http://www.realclearmarkets.com/blog/Chile%2520Encaje%2520112009.pdf>.

ОБЗОРЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО

- «Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
- «Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
- «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
- «Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
- «Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009),
- «Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
- «Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
- «Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
- «К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).

- «Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
- «Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
- «Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
- «Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
- «Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
- «Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
- «За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).

ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО

- «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
- «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
- «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
- «Новая география потоков капитала» (март 2011).
- «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО (SIEMS) является центром знаний Московской школы управления СКОЛКОВО, специализирующимся на исследованиях в области экономики и бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками. В центре создана платформа для исследований, которая привлекает и объединяет ведущих мыслителей и экспертов со всего мира, предоставляя им возможность совместного изучения актуальных проблем в этих странах. Выполняемые исследования сопровождаются тщательным анализом, являются тематически ориентированными и обеспечивают сопоставимость результатов между странами, а также предлагают практические, широко применимые, ценные руководящие указания и концепции для управленцев, предпринимателей, политиков и ученых, интересующихся странами с быстроразвивающимися рынками. В настоящее время представительства SIEMS действуют в Москве и Пекине, в ближайшем будущем планируется открытие представительства в Индии. Среди специалистов по исследовательской деятельности центра — несколько штатных научных сотрудников и совместителей, которые являются ведущими учеными и экспертами в различных областях. Основные направления текущих исследований: аспекты экономического и финансового развития, стабильного роста и устойчивости, практики КСО и реализации инновационного потенциала в странах с быстроразвивающимися рынками. Результаты исследований распространяются в форме различных докладов и публикаций, представляются на форумах и семинарах. Мы будем рады получить от наших читателей отзывы по результатам исследований или предложения о направлениях будущих исследований.

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634

Московская школа управления СКОЛКОВО —совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстроразвивающихся рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена —программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа Full-time MBA.

Московская школа управления СКОЛКОВО
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район
Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
fax: +7 495 994 46 68

«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young

Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1

Тел: +7 (495) 755 9700

Факс: +7 (495) 755 9701

E-mail: moscow@ru.ey.com

Website: www.ey.com

Московская школа управления СКОЛКОВО
143025, Россия, Московская область,
Одинцовский район, Сколково,
ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
info@skolkovo.ru
www.skolkovo.ru

Институт исследования
быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634