

В.И. Ляшенко,
кандидат экономических наук, г. Донецк
В.В. Ульянов,
аспирант, г. Донецк

ЦИКЛЫ Н. КОНДРАТЬЕВА, КРИЗИСЫ КОНЦА XX — НАЧАЛА XXI в. НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ СТРАН ЮГО-ВОСТОЧНОЙ АЗИИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ТРАНСФОРМАЦИЮ ЭКОНОМИКИ ПОСТСОВЕТСКИХ СТРАН

1. Теоретические основы динамики циклов Н.Кондратьева

Главный элемент творческого наследия Кондратьева — это, по общему мнению, его теория длинных волн. В том или ином контексте она находится в центре внимания многих ведущих экономистов современности [33]. Первые высказывания о длинных волнах появились в конце XIX века, когда целый ряд известных экономистов (в том числе М. Туган-Барановский) обратили внимание на наличие длительных, с периодом примерно 50 лет, колебаний отдельных экономических показателей. С тех пор публикации на эту тему продолжают непрерывно¹, но наибольший вклад в создание концепции и теории длинных волн внес Н. Кондратьев, который связал длинные волны не только с динамикой цен, но и с общим контекстом экономического роста [34, с. 28—79; 35, с. 5—72, 178—219, 243—269]. Длинные волны имеют наибольший период колебаний (до полувека) (табл. 1).

В отличие от колебаний делового цикла, которые могут быть обнаружены непосредственно, эффект длинных волн становится заметным только после определенной обработки статистических данных. Это обстоятельство поднимает волнующий многих экономистов вопрос о дополнительной проверке реальности длинных волн.

Однако это не самый интересный вопрос. Куда важнее, нежели определить, существуют ли длинные волны в экономике «на самом деле», установить возможность эффективного встраивания модели Кондратьева в более общую модель долговременного, в масштабе ряда десятилетий, экономического роста (долгосрочную экономическую динамику). Так понимал значение своей теории сам Кондратьев: «Если большие циклы существуют, то они являются весьма важным и существенным фактом экономической динамики, фактом, отражения которого встречаются во всех основных отраслях социально-экономической жизни» [35, с. 57].

Под этим углом зрения и следует рассматривать вклад Кондратьева в мировую экономическую науку. В определенном смысле теория длинных волн Кондратьева способна занять в социально-экономических науках такое же место, какое в естественных занимает периодическая таблица Д. Менделеева. Для этого надо вернуться к анализу текстов самого Кондратьева, несколько подзабытых на фоне многочисленных рассуждений о его величии.

Используя доступный ему статистический материал, Кондратьев выделил длинные волны в экономическом развитии Европы с конца XVIII века до пери-

Таблица 1

Циклы Кондратьева [37, с. 123]

	1—2	2—3	3—4	4—5
Процветание	1785—1815	1860—1873	1905—1920	1948—1970
Спад	1815—1825	1873—1886	1920—1929	1970—1990
Депрессия	1825—1840	1886—1896	1929—1937	1990—2000
Восстановление	1840—1860	1895—1905	1937—1948	2000—2010-15
Длительность цикла	65 лет	56 лет	41 год	65—67 лет
Доминирующие технологии и отрасли производства	Энергия пара, текстильная промышленность	Уголь, сталь, железные дороги	Нефть, электроэнергия, химическая и автомобильная промышленность	Компьютеры, ракеты, авиа- и электронная промышленность

ода 1914—1920 годов. При этом он обнаружил, что повышательная и понижательная фазы каждой длинной волны (большого цикла) обладают определенными свойствами, названными им эмпирическими правильностями. Им были сформулированы четыре таких закономерности.

1. «Перед началом повышательной волны каждого большого цикла, а иногда в самом начале ее, наблюдаются значительные изменения в основных условиях хозяйственной жизни общества. Эти изменения обычно выражаются (в той или иной комбинации) в глубоких изменениях техники производства и обмена (которым в свою очередь предшествуют значительные технические изобретения и открытия), а также в изменении условий денежного обращения, в усилении роли новых стран в мировой хозяйственной жизни» [35, с. 38]. Такие изменения происходят непрерывно, но они наиболее интенсивны в указанный период.

Кондратьев ссылается здесь не только на технические изобретения и открытия (это типично для его времени), но и на изменение «условий денежного обращения». В качестве главного денежного фактора он анализирует изменение объемов добываемого золота, поскольку до конца доведенной им периодизации длинных волн (20-е годы прошлого века) в мировой экономике господствовал золотой стандарт. «К концу понижательной волны большого цикла товарные цены достигают наиболее низкого уровня. Это значит, что к этому времени золото получает наиболее высокую покупательную силу и добыча его становится наиболее доходной. Наоборот, к концу повышательной волны большого цикла товарные цены достигают максимума, следовательно, золото имеет наиболее низкую покупательную силу, и добыча золота становится наименее доходной... Чем дальше развивается понижательная волна большого цикла, тем более настоятельными должны становиться стимулы к увеличению добычи золота» [35, с. 54]. Заменяя в этом утверждении «золото» на «деньги» и «покупательную силу золота» на процентные ставки, получим утверждение, весьма сходное с тем, какое использовал классик монетаризма М. Фридман для характеристики связи между изменениями денежной массы (процентной ставки) и протеканием деловых циклов (средних волн, по терминологии Кондратьева).

2. «Периоды повышательных волн больших циклов, как правило, значительно богаче крупными социальными потрясениями и переворотами в жизни общества, чем периоды понижательных волн» [35, с. 42]. К крупным социальным потрясениям и переворотам Кондратьев относил революции и войны. Войны (в том числе мировые) он считал скорее следствием длинных волн, чем их причиной. При этом он не

отрицал обратного влияния войн на конкретные проявления соответствующей длинной волны.

3. «Понижательные волны больших циклов сопровождаются длительной депрессией сельского хозяйства» [35, с. 45]. Эта «эмпирическая правильность» выглядит в наше время (особенно при распространении циклов Кондратьева на неопределенное будущее) несколько странно и потому нуждается в пояснении. Сам Кондратьев объяснял ее следующим образом: «Промышленность обладает меньшей косностью и меньшей инертностью, чем сельское хозяйство... Промышленность быстрее приспосабливается к новым условиям после перелома конъюнктуры» [35, с. 65]. Но если это так, то третья «эмпирическая правильность» Кондратьева должна относиться к любой инерционной отрасли экономики, на протяжении длительного времени плохо приспосабливающейся к изменениям в условиях хозяйствования (примером может быть сталелитейная промышленность в нынешних США).

4. «Средние циклы, приходящиеся на понижательный период большого цикла, должны характеризоваться особой длительностью и глубиной депрессий, краткостью и слабостью подъемов. Средние циклы, приходящиеся на повышательный период большого цикла, должны характеризоваться обратными чертами... В период понижательных волн большого цикла закономерно преобладают годы депрессий, а в период повышательных волн большого цикла — годы подъемов» [35, с. 48]. При этом каждая понижательная фаза большого цикла подготавливает повышательную фазу следующей длинной волны. Дело в том, что повышательная фаза большого цикла требует использования огромного по размерам свободного капитала, который накапливается в понижательной фазе. Поэтому «в движении вкладов большие циклы существуют, но имеют обратный характер по сравнению с циклами в ценах, проценте на капитал и т.д. Периоды повышательных волн... соответствуют периодам понижающейся волны в движении вкладов, и наоборот» [35, с. 66].

Осталось выяснить, что представляет собой механизм порождения длинных волн. По мнению Кондратьева, в основе этого механизма лежат отклонения текущего состояния экономики от определенного вида равновесия. Следуя А. Маршаллу, Кондратьев различает краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные равновесия в экономике.

Рассмотрим короткий период времени, в котором предложение товаров неизменно (не успевают измениться). Тогда на рынке возникает равновесный уровень цен, уравнивающий спрос на товары и их предложение (равновесие первого порядка). Такие равновесные цены могут отклоняться от уровня цен производства (благоприятны для одних отраслей и

неблагоприятны для других). В первых производство растет, в остальных падает. И если взять средний период времени, когда уже может меняться выпуск, но еще не успевает измениться запас основных капитальных благ, то рано или поздно возникнет равновесие второго порядка — «равновесие рыночных цен с ценами производства, и равновесие в размерах производства».

В длинные периоды времени, когда могут существенно изменяться не только размеры выпуска, но и запасы капитальных благ, в итоге также устанавливается равновесие. Однако «это будет равновесие не только спроса-предложения, не только размеров производства на основе данного уровня производительных сил, но и равновесие в распределении изменившегося запаса основных капитальных благ» — равновесие третьего уровня [35, с. 59].

С учетом этих различий, полагает Кондратьев, можно понять длинную волну как колебания относительно траектории подвижного равновесия третьего уровня. Во многом это аналогично теории деловых циклов по К. Марксу, представляющих собой колебания относительно траектории подвижного равновесия второго уровня. «Если Маркс утверждал, что материальной основой периодически повторяющихся в каждое десятилетие кризисов или средних циклов являются материальное изнашивание, смена и расширение массы орудий производства в виде машин, служащих в среднем в течение 10 лет, то можно полагать, что материальной основой больших циклов является изнашивание, смена и расширение основных капитальных благ, требующих длительного времени и огромных затрат для своего производства... Период усиленного строительства этих основных капитальных благ является периодом подъема, периодом отклонения реального уровня экономических элементов вверх от существующего уровня равновесия третьего порядка, является периодом длительного повышения конъюнктуры, хотя бы и прерываемого колебаниями более кратковременными. Период затишья в их строительстве является, наоборот, периодом движения реального уровня экономических элементов к уровню равновесия и ниже его» [35, с. 60—61].

Таким образом, деловые циклы (средние волны) отличаются от длинных волн в той самой степени, в какой обычные капитальные блага (здания, машины и пр.) отличаются от основных капитальных благ (в качестве примера таких благ Кондратьев рассматривает железные дороги). Иначе говоря, основные капитальные блага — это инфраструктура экономики. Помимо путей сообщения, в современном понимании к ней относятся система телекоммуникаций, Интернет, банки и фондовые биржи. Создание и существен-

ное изменение таких капитальных благ требует длительного времени и огромных затрат (инвестиций).

Однако эта точка зрения, высказанная Кондратьевым в 1926 году, слишком сближает по своему содержанию длинные волны и колебания деловых циклов. Выходит, что отличий длинных волн от средних всего два: вместо изменений капитальных благ рассматриваются изменения основных капитальных благ, а вместо десятилетнего периода колебаний используются полувековые интервалы.

Концепция техно-экономической парадигмы К. Фримэна тесно связана с длинными циклами Кондратьева — Шумпетера и поддерживает идею Шумпетера о «созидательном разрушении». Выше в табл. 1 отмечалось, что мирохозяйственные циклы экономической конъюнктуры (длинные волны Кондратьева) зародились с момента первой промышленной революции в Англии и Европе в конце XVIII в. и продолжают в среднем 50—65 лет [34]. Согласно концепции Фримэна (он также проводил исследования совместно с К. Перес) в каждом цикле развития мирового хозяйства существует одна техно-экономическая парадигма, определяющая приоритетное положение одной из отраслей промышленности в мировой экономике [38, с. 112—113]. Эта парадигма включает в себя систему самых лучших практических знаний, которыми владеют страны-лидеры мирового хозяйства (самая нижняя строка в табл. 1). Каждая парадигма переживает фазу становления, расцвета и заката, когда она исчерпывает все технологические знания, необходимые для дальнейшего развития мирового хозяйства.

В период смены техно-экономической парадигмы, согласно К. Фримэну, в мировом хозяйстве страны, находящиеся на более низком уровне развития, получают «окошко возможности» (*window of opportunity*) догнать более развитые страны в технологическом оснащении и сразу перейти на более высокий уровень развития.

Смена техно-экономической парадигмы предполагает: 1) появление и быстрый рост новых отраслей промышленности и сферы услуг, использующих новые технологии; 2) доступ к новым факторам производства с более низкими издержками производства; 3) способность адекватного восприятия перемен бизнес-сообществом, правительственными структурами и обществом в целом; 4) удовлетворение самым строгим экологическим стандартам, обеспечивающее в будущем их возможное ужесточение; 5) быстрое распространение нововведений в мировом хозяйстве; 6) потенциал для перестройки и улучшения процессов производства во многих остальных отраслях промышленности.

Поэтому в данной работе нами предпринимается попытка на основе анализа процесса протекания кри-

зисов конца XX — начала XXI в., приходящихся на начало восходящего участка очередной «кондратьевской волны», на фондовых рынках ряда стран (Юго-Восточной Азии и СНГ), лишней раз подтвердить «эмпирическую правильность Н. Кондратьева» об их более быстром и менее болезненном протекании в этот период. А также высказать гипотезу о перспективах использования концепции К. Фримэна для постсоветских стран.

В отличие от обилия теоретических работ по структуре капитала компаний практические исследования в этой области довольно малочисленны. Это связано с тем, что, во-первых, в большинстве случаев реально доступные для анализа показатели могут одновременно служить отражением многих теоретических гипотез и, во-вторых, не хватает надежной информации по структуре капитала компаний. В результате большая часть исследований основывалась на данных по США, а в некоторых случаях по Японии, Германии, Великобритании. Исключение составляют работы К.Майера (1990 г.), Р.Райана и Л.Зингалеса (1995 г.), где использовались данные по ряду развитых государств, а также Л.Демирпок-Кунт и В.Максимовича (1999 г.) и Л.Буса и др. (2001 г.), которые провели сравнительный анализ факторов, определяющих структуру капитала компаний в развитых и развивающихся странах.

Существуют два основных источника данных, отражающих способы привлечения внешнего финансирования компаний, — национальные таблицы потоков капитала и финансовая отчетность компаний. Первый предоставляет информацию по потокам капитала между секторами экономики. До недавнего времени он был более доступен, к тому же его преимущество в том, что он охватывает данные по всем компаниям в стране. База данных по финансовой отчетности включает только компании, котирующиеся на национальных биржах, но сами данные более подробны и позволяют проследить тенденции внутри отдельных компаний, а не по сектору в целом. За 90-е годы качество информации второго источника значительно улучшилось. Однако его недостаток в том, что он охватывает в основном данные по крупным компаниям и не учитывает большой пласт мелких и средних предприятий. Поэтому выводы необходимо делать с определенной осторожностью, так как отдельно взятые показатели могут быть нерепрезентативны. Тем не менее вся совокупность данных позволяет составить представление о процессах, происходивших на микроэкономическом уровне в странах региона.

Используя данные по потокам капитала нескольких развитых государств, К.Майер [31, с. 8] сделал следующие основные выводы.

1. Нераспределенные прибыли — основной источник финансирования в большинстве стран.

2. Ни в одной из исследуемых стран компании не привлекают значительной части капитала через выпуск акций. Банки являются наиболее крупным источником внешнего финансирования даже в таких странах как США, Великобритания и Канада.

3. Существует четкая обратная зависимость между финансированием за счет нераспределенной прибыли и банковскими кредитами. Мелкие и средние предприятия больше опираются на внешнее финансирование, чем крупные. Последние используют больше акционерного капитала, чем мелкие, а мелкие чаще прибегают к банковским кредитам.

4. Страны с фондово-рыночными финансовыми системами (США, Великобритания, Канада) больше зависят от нераспределенных прибылей и в меньшей степени прибегают к банковскому кредиту, чем страны «банковские» (континентальная Европа и Япония).

Выводы К.Майера основаны на данных, обобщающих потоки капитала по отдельным секторам, и не отражают процессы, происходящие в отдельных компаниях, поэтому к ним надо относиться с определенной осторожностью. Заключение о том, что выпуск акций не является значительным источником внешнего финансирования ни в одной из исследуемых стран (даже в США, Великобритании и Канаде), вполне закономерен, так как данные по потокам капитала включают в себя все компании, функционирующие в экономике, а большинство из них не прибегает к эмиссиям акций. Роль фондовых рынков можно проследить только на примере компаний, котирующихся на национальных биржах исследуемых стран.

Р. Райан и Л. Зингалес проанализировали факторы, которые могут определять структуру капитала компаний «большой семерки». В противоположность выводам, сделанным К. Майером и другими исследователями на основе данных по потокам капитала, о том, что структура финансовой системы влияет на уровень задолженности компаний, анализ балансовых отчетностей крупных компаний, проведенный Райаном и Зингалесом, не подтвердил эту гипотезу. Он показал, что уровень заемного капитала примерно одинаков во всей выборке стран (только в Германии и Великобритании он несколько ниже) и определялся сходными факторами. Эти выводы расходятся с привычным представлением о том, что у компаний Японии и континентальной Европы более высокий уровень задолженности, чем у англо-американских. Они исследовали также институциональные факторы, влияющие на структуру капитала, — налоговую систему, процедуру банкротства, корпоративное управление, а также роль, которую традиционно играют банки и фон-

довые рынки в экономике этих стран. Они сделали вывод, что разница в странах с банковской и фондово-рыночной системами проявляется в основном в сравнительном предпочтении кредитов ценным бумагам (не только акциям, но и облигациям), а не в уровне задолженности как таковой [32, с. 15].

Некоторые исследователи пытались проследить разницу в структуре капитала Японии и США — странами с банковской и фондово-рыночной финансовыми системами. К.Девентер и В.Бартер выяснили, что асимметрия информации менее важна в Японии — американские инвесторы более пристально следят за изменением дивидендной политики компаний, чем японские. В Японии асимметрия информации значительно меньше в компаниях, принадлежащих к промышленным группам «кэйрецу», что привело к сокращению стоимости заемного капитала для этих компаний. При возникновении финансовых трудностей компании США сталкиваются с повышением стоимости заемного капитала, тогда как в Японии этого не происходит — банки, наоборот, более активно кредитуют проблемные предприятия [31, с. 9].

2. Финансовые рынки стран Юго-Восточной Азии

Анализ структуры капитала компаний в развивающихся странах долгое время осложнялся недостатком данных. Впервые этот пробел был заполнен в начале 90-х годов группой исследователей Международной корпорации развития (МКР). Она собрала финансовую информацию по компаниям ряда развивающихся стран (Индия, Пакистан, Южная Корея, Иордания, Таиланд, Мексика, Турция и Малайзия). Можно было бы ожидать, что в этих странах несовершенство рынка (асимметрия информации и транзакционные издержки) проявляется более явно, чем в развитых, а удельный вес внешних источников финансирования меньше. Однако выводы исследователей МКР расходятся с таким предположением: нераспределенная прибыль — важный источник финансирования компаний в развивающихся странах, но в меньшей степени, чем в развитых; удельный вес внешнего финансирования больше, чем в развитых; роль акционерного капитала постепенно увеличивается в развивающихся странах и уменьшается в развитых.

Вполне возможно, что эти выводы определяются особенностями использованных данных и выборкой стран. Недостаток альтернативных исследований делает необходимым анализ этой проблематики на основе более широкого материала. В частности, интересно исследовать структуру капитала компаний стран Восточной и Юго-Восточной Азии, наиболее затронутых валютно-финансовым кризисом 1997 г.

В исследовании финансовой отчетности компаний Восточной Азии 1997 г. представляет собой определенную границу. Валютно-финансовому кризису предшествовало ухудшение многих микроэкономических показателей, однако реструктуризация долгов и оздоровление компаний улучшили их финансовое положение. При анализе отношения внешней задолженности к собственному капиталу компаний за 1992—1996 гг. привлекает внимание стабильная тенденция к ее увеличению по мере приближения к 1997 г. у всех стран региона, кроме Тайваня и Филиппин. Так, средняя задолженность компаний Таиланда, Индонезии и Малайзии увеличилась за эти годы примерно вдвое, а в Гонконге и Сингапуре возросла на 39 и 57% соответственно. Средний уровень задолженности южнокорейских компаний почти не изменился, и они продолжали оставаться бесспорными рекордсменами в регионе по этому показателю.

Наиболее высокий уровень задолженности в 1996 г. (отношение кредитов и займов компании к общим активам) наблюдался у корейских, тайских и индонезийских компаний (1,94, 1,17 и 0,82), достаточно высокие показатели были у Сингапура и Гонконга (0,52 и 0,49). Самый умеренный уровень — в Малайзии, на Тайване и на Филиппинах (0,45, 0,42 и 0,3). Для сравнения: в 1991 г. этот показатель составил у Великобритании 0,38, США — 0,59, Германии — 0,61, Канады — 0,63, Италии — 0,88, Франции — 0,92 и у Японии — 1,13. Из этих данных видно, что в 1996 г. непосредственно перед валютно-финансовым кризисом уровень задолженности в исследуемых странах был несколько выше, чем в развитых, однако к 2001 г. эти показатели примерно сравнялись. Отметим, что данные не полностью сопоставимы, поскольку при анализе использовались разные источники за разные годы.

Увеличение задолженности компаний за 1993—1996 гг. было во многом связано со стремительным наращиванием основного капитала азиатских фирм. За эти годы среднегодовой прирост основного капитала составил в Индонезии 33%, Таиланде — 29, Сингапуре — 25, Малайзии — 20, Южной Корее и Гонконге — по 17, на Филиппинах — 11 и на Тайване — 8% [32, с. 15—16].

Примечательно, что в общей задолженности компаний региона в 1996 г. была чрезвычайно высока доля краткосрочных обязательств — 52% в Южной Корее, 80% в Сингапуре, 65% на Тайване, 52% в Индонезии, 61% в Малайзии, 62% в Таиланде и 63% в Гонконге. Такая структура задолженности — особенность восточноазиатского способа кредитования. Значительная доля кредитов выдавалась банками на срок менее года, по истечении которого договор обновлялся. Страхуя себя таким образом от «плохих» долгов, банк всегда

оставлял за собой право по какой-либо причине не возобновить контракт. Это не создавало значительных трудностей для компаний в периоды стабильного роста, но в кризисные годы могло стать причиной банкротства заемщика. Так и произошло в 1997—1998 гг. Все страны региона имели высокий уровень краткосрочной задолженности, но наиболее высокие показатели были у Индонезии, Малайзии, Таиланда и Гонконга.

За 1997—2001 гг. уровень задолженности сократился во всех странах, кроме Тайваня. Наиболее значительное ее падение с 1996 по 2001 гг. произошло в Южной Корее (на 61%), Гонконге (на 49%) и Таиланде (на 43%). Однако, несмотря на снижение показателей, Южная Корея, Таиланд и Индонезия продолжают оставаться странами с наиболее высоким уровнем задолженности в регионе (0,76, 0,67 и 0,76).

Учитывая это обстоятельство, целесообразно более пристально проанализировать структуру капитала азиатских компаний. Это поможет понять, какие факторы влияют на выбор компаниями источника финансирования, определение удельного веса внешней задолженности, сходны ли эти факторы с имеющимися в развитых странах, как влияют на структуру капитала различные институциональные характеристики (уровень развития и структура финансовой системы, законодательная база, качество правоприменения). В проведенном автором статьи [31] регрессионном анализе использовались данные бухгалтерской отчетности промышленных компаний, собранных в базе данных Worldscope. Для исследования отбирались компании обрабатывающей промышленности, соответствующие 20—39 строкам Стандартной отраслевой классификации США (СОК США). Отсев по отраслевому признаку был проведен, исходя из следующего соображения: вне зависимости от качества доступных финансовых услуг компании могут испытывать разные потребности во внешнем финансировании, соответствующие их роду деятельности. Для минимизации влияния этого фактора использовались данные по компаниям только обрабатывающей промышленности. В результате были получены данные по 2408 компаниям Сингапура, Южной Кореи, Тайваня, Малайзии, Таиланда, Индонезии, Филиппин и Гонконга.

Для того чтобы понять, почему уровень внешней задолженности компаний различается по странам, необходимо проанализировать факторы, влияющие на структуру их капитала. Среди них можно назвать как свойственные самим компаниям (размер, доля основного капитала, прибыльность и т.д.), так и институциональные, страновые (структура финансовой системы, налогообложение, законодательная база, строгость правоприменения). Более глубокий анализ совокупности всех этих показателей должен продемонстрировать,

действуют ли в развивающихся странах те же факторы, что и в развитых, а также, какие из них имеют наиболее серьезное значение. Задачей стало подтверждение или опровержение следующих предположений.

1. Уровень задолженности компаний зависит от их размера — более крупные имеют более легкий доступ к кредитам, следовательно, коэффициент при переменной размера компаний будет положительным.

2. Доля основного капитала в активах компаний развитых стран находится в положительной связи с уровнем внешней задолженности, так как наличие залога в виде материальных активов облегчает привлечение внешнего финансирования. Можно ожидать аналогичной зависимости и в компаниях развивающихся стран, хотя для краткосрочного кредитования, преобладающего в этом регионе, залог не является столь же важным условием, как при выдаче кредитов на более долгий срок.

3. Зависимые переменные находятся под влиянием ожиданий рынка по отношению к инвестиционным возможностям компании, выраженным в рыночной стоимости акций. Теоретически существует негативная зависимость между этими показателями: а) кредиторы более осторожно, чем акционеры, относятся к новым перспективным проектам, поэтому их финансирование может быть осуществлено, скорее, через выпуск новых акций, чем путем привлечения нового кредитования; б) компаниям свойственно осуществлять новую эмиссию акций в те периоды, когда им кажется, что стоимость акций завышена (когда акции стоят дорого). Эти соображения в первую очередь относятся к развитым странам. В развивающихся странах рынок нацелен на рост, поэтому увеличение котировок акций может служить положительным сигналом не только для портфельных инвесторов, но и для кредиторов, так что нельзя ожидать однозначной отрицательной зависимости между этими показателями.

4. Как и в развитых странах, в развивающихся можно ожидать отрицательную зависимость между прибыльностью компании и уровнем ее внешней задолженности. Компании стремятся снизить стоимость привлекаемых инвестиционных средств. Наиболее дешевым источником финансирования является нераспределенная прибыль, следовательно, более прибыльные компании станут меньше опираться на кредиты и зависимость между показателями задолженности и прибыльности будет отрицательной.

5. Более активные фондовые рынки способствуют снижению внешней задолженности компаний (отрицательная зависимость). В ряде исследуемых стран проводилась целенаправленная политика по развитию фондовых рынков, многие компании выпустили определенное количество акций под давлением государства,

однако не прибегают к этому источнику финансирования регулярно, а продолжают опираться на банковский кредит. Крупные, но пассивные рынки не оказывают значительного влияния на объем привлекаемого кредитования (нет зависимости между размером фондового рынка и показателями задолженности).

6. Между размером банковского сектора и объемом займов и кредитов компаний существует положительная связь.

7. Правовые факторы оказывают значительное влияние на способ внешнего финансирования компаний. Законодательство, защищающее права акционеров и кредиторов, в совокупности с эффективностью применения этих законов определяет объем банковского кредита и акционерного капитала в финансировании компаний.

Регрессионный анализ влияния внутрифирменных факторов (размер компании, прибыльность, доля основного капитала в активах, инвестиционные возможности) на задолженность компаний, проведенный отдельно по странам, показал следующее.

1. Во всех странах региона основной капитал положительно связан с уровнем задолженности. Иными словами, чем больше основные средства, которые могут служить залогом в случае выдачи кредита, тем выше доля заемного капитала в пассивах компании. Показатель статистически значим в Гонконге, Сингапуре, Тайване, Таиланде и Южной Корее.

2. Положительная связь между размером компании (натуральный логарифм объема продаж) и уровнем задолженности также подтверждается статистически значимыми коэффициентами в большинстве стран выборки. Исключение составляют Малайзия и Гонконг.

3. Прибыльность (рассчитывается как отношение дохода до выплаты по облигациям и уплаты налогов к общим активам компании) отрицательно влияет на решение компаний о привлечении дополнительных средств, более высокие прибыли позволяют не прибегать к внешнему финансированию через кредиты и займы.

4. Что касается перспективности компании, выражаемой отношением рыночной и балансовой стоимости ее активов, то ее влияние на зависимую переменную неоднозначно. Уровень заемного капитала в рыночных ценах находится в отрицательной зависимости от оценки, которую рынок дает компании и перспективам ее роста. Это соответствует теории, согласно которой при наличии перспективных, но чересчур рискованных с точки зрения кредиторов проектов менеджеры предпочитают альтернативные долгу источники финансирования — выпуск новых акций или реинвестиции нераспределенной прибыли. В противо-

положность этому в случае использования не рыночного, а балансового показателя задолженности коэффициенты при данной переменной либо положительные, либо статистически незначимые.

Итак, в целом в исследуемых странах на структуру капитала компаний их характеристики влияют так же, как и в развитых. На структуру капитала влияют также показатели, характеризующие макроэкономическую среду.

Исследуемые страны сильно различаются по уровню своего экономического развития, что может быть одним из факторов, определяющих структуру капитала компаний. Сингапур, а также Гонконг входят в группу развитых стран (24505 и 27118 долл. на душу населения в 2001 г.), Южная Корея и Тайвань находятся примерно на полпути к этому уровню (13502 и 12860). В три раза отстают от Южной Кореи и Тайваня Малайзия и Таиланд (их душевой ВВП составил в 2001 г. 4708 и 2853 дол.), а у Филиппин и Индонезии самые низкие показатели в регионе (1165 и 1034 дол.).

Размер фондового рынка и банковского сектора относительно ВВП этих стран непропорционален душевому ВВП. Усредненные показатели за 1998—2001 гг. составили соответственно (%): 323 и 162 в Гонконге, 25,6 и 29 в Индонезии, 56,9 и 97,5 в Южной Корее, 146,3 и 149,4 в Малайзии, 164,2 и 120,3 в Сингапуре, 131,5 и 136,6 на Тайване и 54 и 46,2 на Филиппинах. Размер фондового рынка довольно сильно изменялся с 1996 по 2001 г., что связано с резкими колебаниями котировок ценных бумаг. Некоторое движение в сторону уменьшения размера банковского сектора за эти годы было связано с тяжелым положением, в котором оказались банки, а также кредитруемые предприятия после валютно-финансового кризиса (одновременное снижение и предложения и спроса на кредиты). Однако в целом этот показатель был более стабильным, чем размер фондового рынка.

Один из основных параметров, по которому страны относят к «банковским» и «фондово-рыночным», — это относительный размер фондового рынка и банковского сектора. Несмотря на колебания, связанные в первую очередь с нестабильностью второй половины 90-х годов, он дает четкое представление о соотношении этих секторов. Гонконг, Сингапур и Малайзия относятся к фондово-рыночным финансовым системам (1,85, 1,31 и 1,10), Корея и Таиланд — к банковским (0,25 и 0,49). Тайвань же (0,92), традиционно опирающийся на банковскую систему в финансировании экономического роста, занимает пограничную позицию из-за бурного роста фондового рынка в конце 90-х годов. Филиппины и Индонезия относятся к рыночной и банковской группам (1,16 и 0,67), но не в силу значительных размеров этих секторов, а из-за

неразвитости финансовой системы. Это подтверждается показателями кредитования частного сектора и капитализации фондового рынка. В 2001 г. они составили всего лишь 20,5 и 15,8% у Индонезии и 40,1 и 29,9% у Филиппин. В остальных странах региона все показатели превышают их годовой ВВП.

В регрессионные уравнения были включены параметры, отражающие эти макроэкономические характеристики, — сначала в виде фиктивных страновых переменных, а затем в виде институциональных и правовых характеристик.

Коэффициенты при фиктивных переменных свидетельствовали о том, что задолженность компаний во всех странах ниже, чем в Таиланде, за исключением Индонезии и Южной Кореи. Статистическая значимость коэффициентов этих переменных служит доказательством того, что уровень задолженности компаний зависит от страны их происхождения.

Помимо этого в работе [31] было исследовано влияние ряда страновых характеристик на структуру капитала азиатских компаний. Это подушевой ВВП — параметр, контролирующий экономический уровень развития страны; институциональные характеристики — размер фондового рынка (отношение его капитализации к ВВП); его активность (отношение размера заключенных на фондовых рынках за год сделок к ВВП) и эффективность (отношение объема сделок к общей капитализации рынка); размер банковской системы (годовой объем предоставленных частному сектору кредитов по отношению к ВВП); правовые характеристики — сводные индексы, отражающие качество законов, которые защищают права акционеров и кредиторов, а также эффективность их применения.

Отрицательный коэффициент при показателе подушевого уровня ВВП свидетельствует о том, что по мере роста экономики зависимость компаний от кредитов и займов будет сокращаться. Конечно, невозможно исходя только из этих данных по восьми странам Восточной и Юго-Восточной Азии делать окончательные выводы о влиянии экономического развития на финансовую систему. Однако можно считать, что в развивающихся странах компании больше зависят от внешнего финансирования, чем в развитых. Заметим, что к такому же выводу приводят исследования многих независимых экономистов.

Коэффициенты институциональных показателей ведут себя следующим образом. По мере роста капитализации фондового рынка и его эффективности роль займов и кредитов в структуре капитала компаний региона падает. Активность фондового рынка, напротив, положительно влияет на задолженность: чем активнее совершаются сделки с ценными бумагами, тем более доступной становится информация о качестве

компании не только для инвесторов на самом рынке, но и для кредитных учреждений. Это повышает привлекательность компаний как заемщиков и приводит к увеличению банковского кредитования.

Отрицательный коэффициент при переменной «банковский кредит частному сектору» — результат на первый взгляд неожиданный, но совпадающий с выводами других исследователей. Повышение объема и качества услуг кредитно-финансовых учреждений не влечет за собой увеличения задолженности компаний. В странах с более высоким уровнем развития финансовой системы компании стараются привлекать средства из других источников. Можно предположить, что это связано со сравнительно крупным размером исследуемых компаний (только имеющих доступ к фондовым рынкам), задолженность мелких и средних компаний, наоборот, будет увеличиваться по мере повышения объема кредитования частного сектора банками.

Таким образом, совокупное увеличение размера и качества финансовых услуг, предоставляемых как фондовым рынком, так и кредитно-финансовыми учреждениями, приводит к постепенному сокращению доли займов и кредитов во внешнем финансировании компаний. Этот вывод подтверждают результаты исследования, проведенного независимыми экономистами: в развитых странах наиболее значительным источником финансирования служит нераспределенная прибыль, а развивающиеся страны больше зависят от внешней задолженности, чем развитые. Этим можно объяснить и низкий уровень задолженности тайваньских компаний, несмотря на то, что Тайвань имеет типично банковскую финансовую систему.

Результаты регрессионного анализа подтвердили большую роль в вопросе о структуре капитала компаний правовой и законодательной базы страны. В частности, эффективная защита прав кредиторов приводит к росту доли кредитов и займов в финансировании компаний, а в странах, где лучше соблюдаются права акционеров, наблюдается обратный эффект.

Итак, компании Восточной и Юго-Восточной Азии (Южной Кореи, Сингапура, Гонконга, Малайзии, Таиланда и Индонезии) до 1997 г. имели высокие показатели внешней задолженности, причем преобладали краткосрочные кредиты. Это стало одной из причин азиатского валютно-финансового кризиса 1997 г. К 2001 г. уровень задолженности компаний региона значительно понизился по сравнению с предкризисными 1995—1996 гг. и примерно сравнялся с аналогичным показателем развитых стран.

Факторы, определяющие структуру капитала компаний в развитых странах и в странах Восточной и Юго-Восточной Азии, сходны. Однако здесь играют

роль и страновые характеристики, в частности уровень развития фондовых рынков и кредитно-финансовых учреждений. Более развитые фондовые рынки способствуют снижению доли займов и кредитов во внешнем финансировании компаний. Увеличение объема кредитов и качества предоставляемых банками услуг также влечет за собой снижение внешней задолженности, по крайней мере крупных компаний. И наконец, на выбор компанией источника финансирования, а также на действия кредитных институтов и акционеров влияют защита прав акционеров, кредиторов и эффективность правоприменения.

Во второй половине XX века кризисные явления на мировом фондовом рынке приобрели устойчивый характер. Особенно подвержены биржевым катаклизмам формирующиеся рынки (*emerging markets*), к которым относится и фондовый рынок Украины. Изучение кризисных явлений на формирующихся рынках необходимо для разработки антикризисной политики государства в сфере функционирования фондового рынка и планирования инвестиционной деятельности частных инвесторов. В глобализированной финансово-экономической среде успеха достигают те страны, которые своевременно перенимают и удачно адаптируют к национальным особенностям конкурентоспособные модели. Особую ценность приобретают те из них, которые удачно синхронизируют реформирование экономики и фондового рынка.

Как правило, под фондовым кризисом подразумевается обвал на рынке акций. Это связано с тем, что данный сегмент рынка ценных бумаг отличается значительно более высокой степенью волатильности по сравнению с рынком долговых обязательств. Фондовый кризис в странах Юго-Восточной Азии (ЮВА), который начался в 1995 г., стал первым в цепи кризисных явлений, охвативших финансовую сферу стран региона, своего рода предвестником и катализатором международного валютно-финансового кризиса, разразившегося летом 1997 г.

Практически для всех постсоветских стран актуальной проблемой является разработка эффективной стратегии синхронного реформирования экономического и финансового секторов. В условиях инновационной глобализации с ее доминирующим спекулятивным характером финансовых операций, которое спровоцировало финансовый кризис 1997 г. в Юго-Восточной Азии, необходима разработка конкурентоспособной финансово-экономической модели развития.

Существенным пробелом подавляющего большинства исследований, посвященных азиатскому кризису, является недостаточно пристальное внимание к негативным явлениям, происходившим на фондовых рынках стран ЮВА. Поэтому актуальным является ана-

лиз фондового кризиса в странах ЮВА как составной части международного валютно-финансового кризиса 1997—1998 гг., а также рассмотрение возможных последствий для фондовых рынков постсоветских стран (в частности, для Украины) [22; 23]. В свете этого ниже рассмотрены: 1) характеристика экономической ситуации в странах ЮВА в преддверии кризиса; 2) положение дел на рынках ценных бумаг стран ЮВА накануне кризиса; 3) общая схема протекания фондового кризиса; 4) временные рамки азиатского фондового кризиса и его влияние на мировой фондовый рынок; 5) южнокорейский опыт преодоления финансового кризиса и перспективы его применения для трансформации постсоветских экономик на примере Украины; 6) сравнение особенностей предкризисной ситуации на рынках ценных бумаг стран ЮВА и текущего положения дел на фондовом рынке Украины с целью прогнозирования кризисных явлений.

3. Общая характеристика экономической ситуации в странах ЮВА в преддверии кризиса 90-х годов XX в.

В группу стран, наиболее пострадавших от кризиса, входят пять государств ЮВА — Южная Корея, Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины (т.н. группа ЕА-5). В преддверии кризиса основные макроэкономические показатели этих стран были достаточно благоприятными — высокие темпы роста, низкая инфляция и умеренные процентные ставки; при этом, определенные опасения у специалистов вызывал дефицит по текущим операциям. По мнению ряда исследователей, страны ЮВА стали «жертвами своего собственного успеха» [1, с. 21].

Действительно, экономики стран ЮВА развивались чрезвычайно высокими темпами: в 1990—1995 гг. они составляли в Южной Корее в среднем в год 7,8%, в Таиланде — 8,9%, в Малайзии — 8,8%, в Индонезии — 7,2% и лишь на Филиппинах были значительно ниже (2,3%) [2, р. 34]. Рассматривая движущие силы явления, получившего название «восточноазиатского экономического чуда», лауреат Нобелевской премии по экономике Дж. Стиглиц в своей книге «Глобализация: тревожные тенденции» писал, что «сочетание высокой нормы сбережений, государственных вложений в образование и направляемой государством промышленной политики способствовало превращению региона в мощный генератор экономического роста» [3, с. 118].

В значительной мере экономический рост основывался на ускоренном развитии экспортного сектора экономики и притоке иностранного капитала. Среднегодовые темпы роста экспорта Малайзии, Таиланда, Филиппин и Индонезии за период с 1986 по 1996 г.

Приток внешних финансовых ресурсов в группу ЕА-5 (в % к общему итогу) [4, с. 52]

Вид ресурсов	1985 – 1988 гг.	1989 – 1992 гг.	1993-1996 гг.
Долгосрочные ресурсы	95,2	70,6	75,0
В том числе:			
официальные ресурсы	57,1	19,1	4,3
частные ресурсы	38,1	51,5	70,7
Из них:			
банковские кредиты	– 0,1	13,2	8,7
облигации	7,6	– 1,4	15,2
акции	3,8	5,9	21,7
прямые инвестиции	26,8	33,8	25,1
Краткосрочные кредиты	4,8	29,4	25,0
Общий итог	100,0	100,0	100,0
Приток ресурсов в % к ВВП ЕА-5	2,1	6,8	9,2
Общая сумма притока, млрд. долл. США	97	238	335

составляли 12,4%. Для сравнения: за указанный период среднегодовой прирост ВВП в странах «пятерки» был равен 9,6% [4, с. 58—59].

Накануне кризиса в структуре притока иностранного капитала произошли негативные изменения: возросла доля краткосрочных кредитов (с 4,8 до 25,0%), немалая часть которых использовалась на долгосрочные цели и не была обеспечена достаточным образом; произошло увеличение портфельных инвестиций (с 11,4 до 36,9%), которые в определенных условиях могут сыграть дестабилизирующую роль (табл. 2).

На протяжении 20 лет в странах ЕА-5 ежегодный прирост показателя ВВП на душу населения составлял примерно 7% [5, с. 38]. Выступая на ежегодном семинаре Всемирного банка, известный своими радикальными высказываниями в адрес западного финансового мира премьер-министр Малайзии Махатхир Бин Мохамад заметил: «Когда Малайзия стала независимой в 1957 г., доход на душу ее пятимиллионного населения составлял 350 долл. К июню 1997 г., после 40 трудных лет «труда и пота», доход на душу ее двадцатимиллионного населения стал равен почти 5000 долл. Что случилось потом, вы знаете» [6, с. 108].

Несмотря на значительные достижения, экономическому развитию стран ЮВА были присущи и негативные черты. Другой Нобелевский лауреат, известный американский экономист Лоренс Р. Клейн, отмечал, что «помимо растущего дефицита по текущим операциям, для экономик азиатских стран характерны следующие слабости: предоставление кредитов ненадежным заемщикам, которые не обеспечивали обслуживание ссуд, что можно назвать некачественным ведением банковских операций; отсутствие учреждений, квалифицированно проводящих юридическую процедуру банкрот-

ства; неадекватное регулирование и контроль финансовых институтов — банков, брокерских фирм, фондовых бирж; использование неудовлетворительных методов бухгалтерского учета, не соответствующих мировым стандартам; неконтролируемая спекуляция; нездоровая структура притока капитала извне; нереалистичные валютные курсы — привязка валют к доллару, особенно в период, когда доллар дорожал на мировых рынках» [7, с. 34—35].

Однако лишь после того, как разразился кризис, широкому кругу лиц стало известно о тех проблемах, которые испытывал корпоративный сектор ЕА-5. Финансовое состояние корпоративного сектора стран «пятерки» стремительно ухудшалось, т.к. с начала 1990-х гг. стала снижаться рентабельность деятельности предприятий (табл. 3). Для увеличения объемов производства и экспорта, повышения конкурентоспособности на мировом рынке необходимы были крупные капиталовложения. Собственных ресурсов при снижающейся рентабельности было явно недостаточно, и поэтому предприятия были вынуждены прибегать к внешним источникам финансирования, в т.ч. и зарубежным. Процентные платежи за пользование кредитными ресурсами также не способствовали росту прибылей, и многие заемщики стали прибегать к рефинансированию задолженности. Образованию порочного круга способствовал также и низкий уровень финансового менеджмента корпораций.

Наиболее серьезные проблемы возникли в корпоративном секторе Индонезии, Южной Кореи и Таиланда. В этих странах к началу кризиса соответственно у $2/3$, $2/5$, $1/4$ компаний накопленные убытки превышали их капитал [8, р. 58].

Как видно из данных табл. 2, наиболее плохие

Таблица 3

Рентабельность и задолженность компаний стран ЕА-5 [8, р. 57]

Страна	Рентабельность*		Задолженность**	
	1991	1996	1991	1996
Таиланд	8	1	150	300
Южная Корея	2	0,5	450	600
Индонезия	6	4	150	150
Малайзия	4,5	5,5	50	150
Филиппины	6	4,5	100	100

*Отношение прибыли к активам, %.

**Отношение суммы долга к акционерному капиталу, %.

Таблица 4

Ставки налога на доходы нерезидентов от операций с ценными бумагами
(конец 1994 г., %) [9, р. 264]

Страна	Текущие доходы		Прирост курсовой стоимости
	Проценты	Дивиденды	
Индонезия	15	15	не облагается
Южная Корея	12,9	16,1	-----//-----
Малайзия	20	не облагаются	-----//-----
Таиланд	15	10	-----//-----
Филиппины	20	25	-----//-----

показатели, как по рентабельности, так и по задолженности были у Южной Кореи и Таиланда. Серьезные структурные проблемы экономик этих стран стали важнейшей причиной кризисных потрясений на рынках ценных бумаг.

4. Положение дел на фондовых рынках стран ЮВА накануне кризиса

Согласно классификации Международной финансовой корпорации (IFC — International Finance Corporation) фондовые рынки стран, наиболее пострадавших от кризиса, относятся к числу формирующихся рынков.

В группу формирующихся рынков входят как рынки, имеющие более чем вековую историю (например, рынки стран Латинской Америки), так и появившиеся лишь в 1990-е гг. (страны Восточной Европы и бывшего СССР). Ряд формирующихся рынков имеет капитализацию, превышающую капитализацию европейских стран (Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань), однако среди них есть и совсем незначительные по своему объему рынки (Кипр, Маврикий). Как отмечает С.А. Былиняк, «их доля в мировой капитализации составляет 10%, а приток ресурсов на эти рынки особенно чувствителен к разнице в доходности на развитых и формирующихся рынках. Последние рассмат-

риваются преимущественно в качестве источника получения дополнительных доходов при большей степени риска» [4, с. 63]. Общими чертами формирующихся рынков являются чрезвычайно высокая волатильность и большая неустойчивость по сравнению с рынками развитых стран.

Кроме указанных выше, к отличительным особенностям развития фондовых рынков стран азиатской «пятерки» в преддверии кризиса следует отнести: слабую систему государственного регулирования фондовых рынков; недостаточно развитую законодательную базу; зависимость от внешних финансовых ресурсов; информационную непрозрачность эмитентов; подверженность манипуляциям и махинациям; отсутствие ограничений на вывоз капитала; льготное налогообложение доходов нерезидентов (табл. 4).

Перечисленные особенности функционирования фондовых рынков делает их особо уязвимыми к кризисным потрясениям. Так, предшественником краха 1997 г. был фондовый кризис 1990 г., поразивший пять азиатских стран — Индонезию, Южную Корею, Филиппины, Тайвань и Таиланд. Основными причинами кризиса 1990 г. являлись высокие процентные ставки, снижение темпов экономического роста и политическая неопределенность, связанная с войной в Персидском заливе. Фондовые рынки указанных выше

Показатели рынка акций стран ЕА-5 в 1995 г.¹

	Капитализация, млн. долл.	Капитализация/ВВП, %	Коэффициент "цена/прибыль"	Дивидендная доходность, %
Индонезия	66453,8	32,9	21,6	5,1
Южная Корея	135774,2	27,8	16,0	1,2
Малайзия	213757,4	240,63	24,5	1,5
Таиланд	135774,2	80,8	19,8	2,3
Филиппины	58779,6	79,3	19,1	0,6

Примечание: среднее значение показателя «цена/прибыль» для большинства развитых рынков находится в диапазоне 12—18; показатель текущей дивидендной доходности на развитых рынках составляет в среднем 4—5%

стран достигли пика между мартом 1989 г. и июлем 1990 г., благодаря повышенному интересу иностранных инвесторов и государственной политике, направленной на дерегулирование финансовых рынков. Первыми рухнули рынки Филиппин и Тайваня в мае 1990 г., за ними последовали рынки Кореи (августе 1990 г.), Таиланда (сентябре 1990 г.) и Индонезии (октябрь 1990 г.). За период с марта по сентябрь 1990 г. падение регионального фондового индекса составило 37,7% [10, р. 18]. На восстановление (время, в течение которого фондовый индекс достигает своего предкризисного максимума) Таиланду потребовалось 23 месяца, Филиппинам — 35. Фондовые рынки Южной Кореи и Индонезии, которые не восстановились после кризиса 1990 г., в 1996 г. оказались перед угрозой нового падения.

Несмотря на произошедший крах, первая половина 1990-х гг. прошла под знаком стремительного развития азиатских фондовых рынков. Достижения в экономическом развитии способствовали росту интереса иностранных инвесторов к ценным бумагам этих государств. Излишне быстрая либерализация рынков капиталов, которая, по мнению Дж. Стиглица, была главной, но не единственной причиной азиатского кризиса, привела к тому, что величина иностранных портфельных инвестиций в 1993—1996 гг. превысила 123 млрд долл., что составило 36,9% притока внешних финансовых ресурсов в страны азиатской «пятерки» (табл. 5).

За шесть лет (1990—1995 гг.) капитализация рынков акций стран ЕА-5 выросла более чем в три раза, в то время как прирост совокупного ВВП этих стран составил 89%. За анализируемый период темпы прироста показателя капитализации составляли: в Индонезии в среднем в год 40,4%, на Филиппинах — 33,2%, в

Таиланде — 27,4%, в Малайзии — 24,3%, и лишь в Южной Корее были значительно меньше — 3,9%.

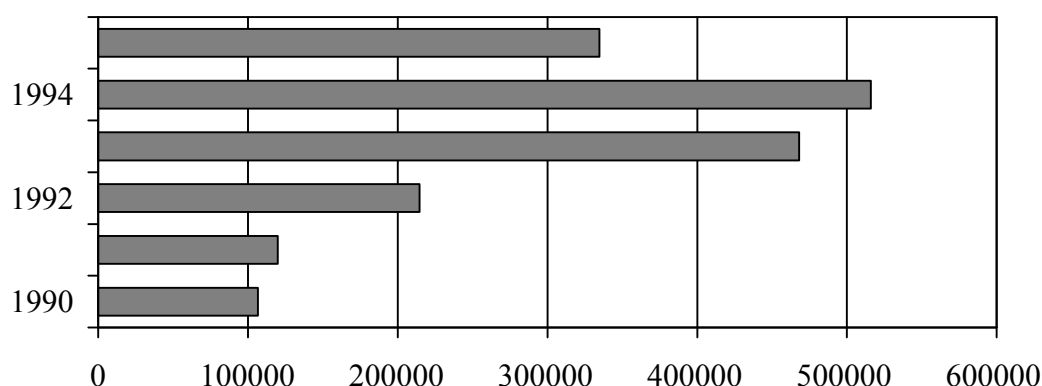
Количество листинговых компаний за период 1990—1995 гг. возросло в Индонезии на 92,7%, в Южной Корее — на 6,5%, в Малайзии — на 94%, в Таиланде и на Филиппинах, соответственно, на 161,6% и 34%. Перед началом кризиса среди корпораций, акции которых прошли процедуру листинга, отсутствовали иностранные компании. Исключение составляла Малайзия, на фондовой бирже которой котировались акции трех зарубежных фирм.

Степень концентрации на фондовых рынках в преддверии кризиса была достаточно высокой. Например, в 1996 г. на 10 крупнейших компаний в Индонезии приходился 51% рыночной капитализации, в Таиланде и на Филиппинах — 35%, в Южной Корее — 29%, в Малайзии — 28% [4, с. 63].

Выпуск акций в странах «пятерки» не являлся основным способом финансирования инвестиций. Так, в 1995 г. соотношение между эмиссиями акций и инвестициями в Южной Корее составляло 6% и было одним из самых низких среди стран ОЭСР. Для сравнения: в Великобритании значение данного показателя было вдвое выше [11, с. 64].

За анализируемый период объемы продажи акций на биржах стран ЕА-5 возросли на 227391,1 млн долл. или более чем в три раза (рис. 1). При этом необходимо отметить высокий удельный вес нерезидентов в биржевых операциях: 76% в Индонезии, 50% на Филиппинах и в Малайзии, 26% в Таиланде [4, с. 63]. Эти данные дают представление о степени зависимости биржевой конъюнктуры от поведения иностранных инвесторов. Особо следует выделить негативную роль различных инвестиционных фондов, выступающих в качестве по-

¹ Составлено по данным Мировой федерации фондовых бирж [12] и МВФ [13].

Рис. 1. Объем торговли акциями на биржах стран ЕА-5 (млн. долл.)²

средников между западными инвесторами и формирующимися рынками. Как позднее заметил Махатхир Бин Мохаммад: «Мы всегда приветствовали иностранные инвестиции, в том числе спекуляцию. Они могут прийти, купить акции и уйти, если они того желают, по какой угодно причине. Но когда крупные фонды используют свой большой вес для того, чтобы произвольно увеличивать или уменьшать цены на акции и получать благодаря своим манипуляциям огромные прибыли... Было бы уже слишком ожидать от нас, чтобы мы их приветствовали, особенно когда их прибыли приводят к крупным убыткам для нас самих — согласно классической теории игры с нулевой суммой» [6, с. 108].

Как правило, для ответа на вопрос о том, «перегрет» ли рынок акций, исследователи используют ряд показателей: «Капитализация/ВВП»; коэффициент «цена/прибыль» (price/earning ratio); показатель текущей (дивидендной) доходности акций (dividend yield). Динамика указанных показателей свидетельствует о том, что рынки акций стран ЮВА (за исключением Южной Кореи и Индонезии) были «перегреты» и курсовая стоимость акций должна была подвергнуться корректировке (табл. 4). Так, в наиболее успешном для формирующихся рынков 1993 г. показатель «Капитализация/ВВП» равнялся: в Южной Корее — 40,4%; в Индонезии — 20,8%; в Малайзии — 328,5%; в Таиланде — 104,7%; на Филиппинах — 73,8%. Для сравнения: за период после Второй мировой войны среднее значение данного показателя в США составляло примерно 60% [11, с. 29].

5. Общая схема протекания фондового кризиса

Можно выделить несколько стадий развития фондового кризиса в странах ЮВА.

Первая стадия — преддверие кризиса. Либерализация рынков капиталов, высокие темпы экономического роста и фиксированный курс национальной валюты способствовали притоку иностранных инвестиций в страны региона. Кроме того, значительный приток «горячих денег» в страны ЮВА был вызван мексиканским финансовым кризисом (1994 г.). Приток капитала вызвал увеличение спроса на биржевые активы и соответствующий рост цен на них. Значительный рост курсовой стоимости акций привел к увеличению доходности операций на фондовом рынке, что, в свою очередь, способствовало притоку новых инвестиций. В первой половине 1990-х гг. данный процесс приобретает самоподдерживающийся характер, и фондовый рынок приходит в неустойчивое положение, которое сопровождается значительным превышением курсов акций их фундаментальных значений.

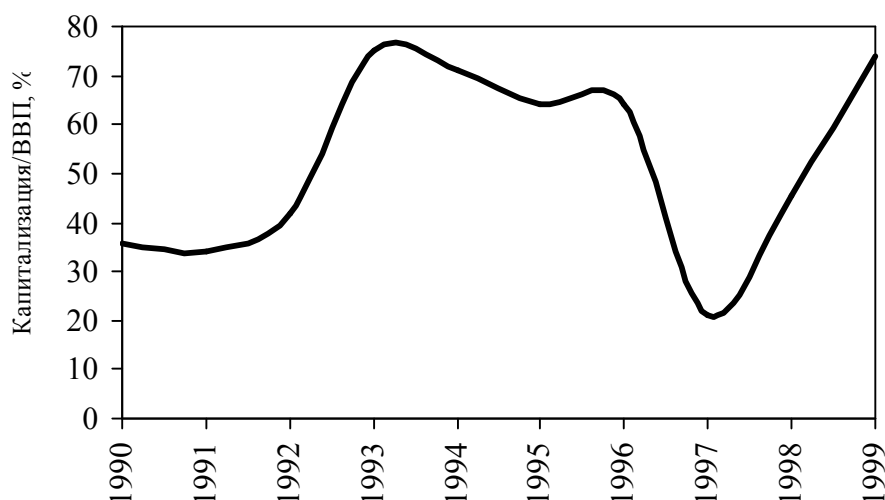
В результате на фондовом рынке образовался «мыльный пузырь», который рано или поздно должен был лопнуть (рис. 2).

Также на этой стадии наблюдался значительный рост внутренней и внешней задолженности корпораций, уменьшение эффективности использования привлеченных средств, а также снижение рентабельности в корпоративном секторе стран ЮВА.

Вторая стадия — начало фондового кризиса. Большая часть исследователей считает, что кризис был вызван потерей доверия международных инвесторов к дальнейшим перспективам развития корпоративного сектора, а также к экономической, финансовой и денежно-кредитной политике, проводимой правительствами и центральными банками стран ЮВА.

Потеря доверия международных инвесторов привела к массовому оттоку капитала (в первую очередь,

² Составлено по данным Мировой федерации фондовых бирж [12].

Рис. 2. «Мыльный пузырь» на фондовом рынке стран ЕА-5³

«горячих денег»). Таким образом, спекулятивные капиталы вначале сыграли роль мотора разгона фондового рынка, а в дальнейшем — спускового механизма его обвала. «Стадное поведение» инвесторов способствовало тому, что процесс продажи фондовых ценностей приобрел лавинообразный характер.

Третья стадия — перерастание фондового кризиса в валютный. Средства, полученные в результате продажи акций, международные инвесторы направляют на валютный рынок с целью покупки долларов. В силу ограниченности золотовалютных резервов центральных банков восточноазиатских стран, произошло нарушение баланса между спросом и предложением на валютном рынке, результатом которого явилась девальвация национальных валют. Значительное падение валютного курса вызвало новый виток продажи акций (рис. 3).

Четвертая стадия — восстановление фондового рынка. Восстановление рынка зависит от множества факторов, среди которых важнейшими являются: экономическое положение страны и степень «перегретости» ее фондового рынка накануне кризиса; внутриполитическая ситуация; помощь международных финансовых организаций, а также готовность страны выполнять их требования; меры государства, направленные на преодоление внутренних проблем и т.д.

6. Хронология азиатского фондового кризиса и его влияние на мировой фондовый рынок

Используя данные Мировой федерации фондовых бирж о значении фондовых индексов за период с 1995 по 2005 гг., рассмотрим хронологию кризиса

на рынках ценных бумаг в странах ЮВА (табл. 6). Для проведения анализа введем следующие понятия:

- кризис на формирующемся фондовом рынке — падение фондового индекса более чем на 35% [10, р. 6];
- начало кризиса — месяц, в котором индекс достигает своего максимума за период с 1995 по 1997 г.;
- падение рынка — месяц, когда индекс снизился ниже порогового значения;
- низшая точка падения — месяц, когда индекс достигает минимального уровня;
- восстановление — время, когда индекс достигает предкризисного максимума.

Анализируя данные табл. 6, можно сделать следующие выводы:

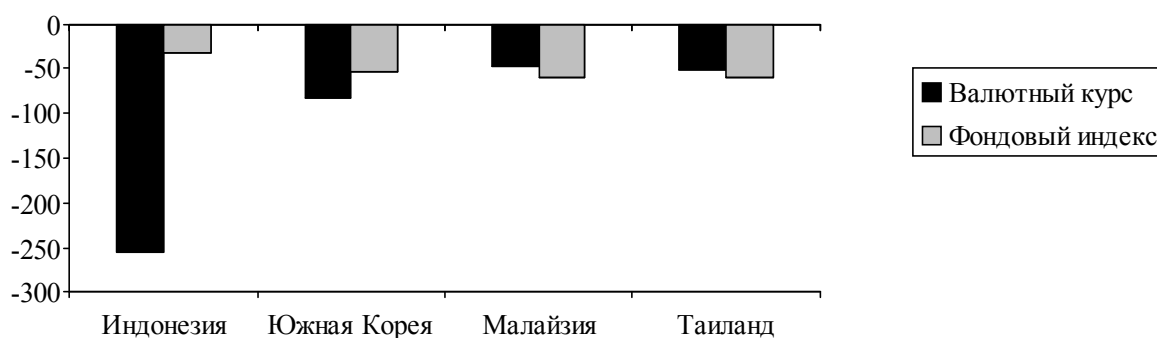
- общепринято считать, что фондовый кризис в азиатских странах был спровоцирован валютным кризисом [14, с. 82]. Однако приведенные расчеты свидетельствуют о том, что кризисные явления на рынках ценных бумаг начались гораздо раньше и, скорее всего, были вызваны долговыми проблемами, возникшими в реальном секторе экономики. Тем не менее нельзя отрицать тот факт, что разразившийся валютный кризис способствовал углублению кризисной ситуации на фондовых рынках (рис. 3);
- наиболее глубокое падение фондовых индексов наблюдалось на рынках ценных бумаг, которые накануне кризиса были «перегреты»;
- наиболее быстро восстановились фондовые рынки Южной Кореи и Индонезии, т.к. к началу кризиса они не были «перегреты»; продолжительность кризиса в Индонезии составила 50 мес., в Южной

³ Составлено по данным Мировой федерации фондовых бирж [12] и МФБ [13]. В качестве показателя, характеризующего отрыв капитала, воплощенного в ценных бумагах, от его материальной основы, выбран показатель «Капитализация/ВВП»; при составлении диаграммы были использованы данные о совокупной капитализации рынков акций и совокупном ВВП стран ЕА-5.

Таблица 6

Хронология фондового кризиса в странах ЮВА⁴

	Начало кризиса	Начало падения	Дата низшей точки падения	Низшая точка падения, %	Дата восстановления
Индонезия	09/95	10/97	06/98	69,9	11/99
Южная Корея	10/95	10/97	08/98	68,7	11/99
Малайзия	02/97	08/97	08/98	71,4	не восстановился
Таиланд	06/95	12/96	08/98	84,6	-----//-----
Филиппины	01/97	08/97	09/98	63,2	-----//-----

Рис. 3. Динамика валютных курсов и фондовых индексов (июль 1997 — февраль 1998)⁵

Корею — 49 мес., в других странах «пятерки» фондовые индексы так и не достигли своего предкризисного максимума до настоящего момента времени.

«На рынках развивающихся стран обвальное падение курсов акций было растянуто по времени, а следовавший за ним рост был менее выражен. Продавцы ценных бумаг не в состоянии продать их в полном объеме в короткий промежуток времени. В результате процесс реализации акций растягивается во времени, а снижение их курса имеет вид ступенчатого понижения» — такова была точка зрения на ход кризисных процессов на фондовых рынках азиатских стран российского ученого И. Доронина [1, с. 17] (рис. 4). Таким образом, продолжительность и глубина фондового кризиса⁶ в Таиланде, Малайзии и Филиппинах является самой большой среди всех биржевых крахов, произошедших в мире с начала 1970-х гг.

Каким образом кризисные потрясения в странах ЮВА отразились на мировом фондовом рынке?

Кризис на фондовых рынках стран ЮВА спровоцировал падение курсов акций на фондовом рынке США и других западных стран, что является свидетельством возросшей степени взаимозависимости

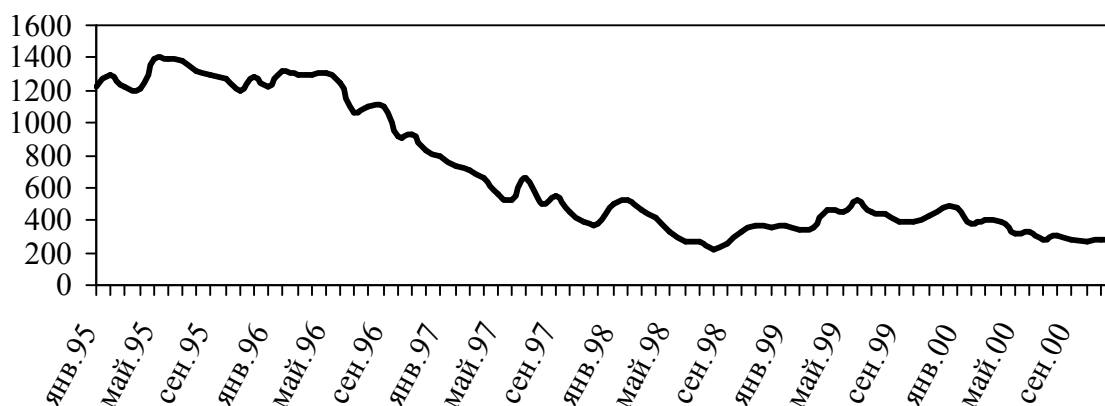
фондовых рынков. Многие частные инвесторы, которые были крайне встревожены значительным падением курсов акций в странах ЮВА, поспешили зафиксировать прибыль. Они продавали акции не только американских корпораций, но и иностранных — западноевропейских, латиноамериканских, а также восточноевропейских, котируемых в США. Масштабные продажи акций в Нью-Йорке вызвали резкое падение их курсов 27 октября 1997 г., когда индекс Dow Jones снизился на 554 пункта, или на 7,2%, и остановился на отметке 7161⁷. Автоматическая система, введенная на бирже после краха 1987 г., прекратила торги до окончания торгового дня. В итоге 27 октября рынок ценных бумаг США «покинуло» 2,2 млрд долл., что составляло всего 0,04% стоимости всех активов взаимных фондов. Для сравнения можно отметить, что 19 октября фондовый рынок «покинуло» 3,2% совокупных активов взаимных фондов США. Показательно, что из 2,2 млрд долл., «ушедших» с фондового рынка США, примерно 2/3 средств было изъято иностранными инвесторами, в то время как отток американских средств не превысил 736 млн. долл. (можно указать, что 19 октября 1987 г. американцы изъяли

⁴ Составлено по данным Мировой федерации фондовых бирж [12].

⁵ Составлено по данным Банка Международных Расчетов [2, р. 47] и Мировой федерации фондовых бирж [12].

⁶ В зарубежной экономической литературе под продолжительностью кризиса понимается период времени от начала кризиса до даты достижения фондовым индексом предкризисного максимума.

⁷ На тот момент самое значительное однодневное падение индекса в абсолютном выражении.

Рис. 4. Динамика фондового индекса Таиланда (1995—2000 гг.)⁸

большую часть средств по сравнению с зарубежными инвесторами). Наибольшее падение курсовой стоимости наблюдалось среди акций высокотехнологичных компаний, которые занимались экспортом своей продукции в азиатские страны.

Исследователи отмечают, что отток средств не превышал среднего объема ежедневного притока средств в 1996—1997 гг. и был компенсирован практически уже на следующий день, 28 октября 1997 г., когда нетто-приток средств на фондовый рынок США составил 2 млрд долл. [15, с. 39].

Ситуация на фондовом рынке США стабилизировалась довольно быстро: уже к началу декабря 1997 г. индекс Dow Jones превысил отметку 8000 пунктов, а в середине февраля 1998 г. индекс установил очередной рекорд, вплотную приблизившись к отметке 8400 пунктов.

Почему фондовый рынок США оказался столь устойчивым к азиатскому финансовому кризису?

Во-первых, благодаря тому, что во второй половине 1990-х гг. экономика США развивалась чрезвычайно высокими темпами. Так, в 1997 г. темпы роста американской экономики составили 3,8% (лучший показатель с 1988 г.); темпы инфляционного повышения розничных цен — 1,7% (наиболее низкие после 1964 г.); уровень безработицы не превышал 5%. Бюджетный дефицит в 1997 фин. г. составил 22,6 млрд долл., или всего 0,3% ВВП, что явилось одним из важнейших факторов успокоенности среди американских инвесторов к концу 1997 г. [15, с. 39].

Во-вторых, стремительное экономическое развитие США предопределило и поведение индивидуальных инвесторов во время биржевого потрясения в октябре 1997 г. Принято считать, что среди индивидуальных инвесторов наиболее быстро распространяются панические настроения и их склонность к «стадному

поведению» во время надвигающейся мнимой или реальной угрозы может стать важнейшим фактором биржевого краха.

Особенность биржевого катаклизма 27 октября 1997 г. заключалась в том, что ряд американцев, которые давно мечтали о приобретении высокодоходных акций ведущих американских корпораций, восприняли падение курсов акций как своего рода сигнал к «рождественским скидкам». Впоследствии специальные исследования показали, что именно покупки подешевевших акций индивидуальными инвесторами помогли быстро стабилизировать ситуацию на фондовом рынке США.

В-третьих, системный финансовый кризис в странах ЮВА потряс фондовые рынки практически всех развивающихся государств, заставив крупнейших институциональных инвесторов пересмотреть свои оценки надежности инвестиций в эти страны. Вывод средств иностранными инвесторами с целью минимизации рисков своих вложений обострил финансовые проблемы развивающихся государств и способствовал феноменальному росту фондовых рынков развитых государств, прежде всего США.

Азиатский финансовый кризис также оказал отрицательное воздействие на западноевропейский фондовый рынок, хотя по сравнению с влиянием на фондовый рынок США снижение курсов акций на нем было незначительным. Так, среднее падение фондовых индексов в первой половине 1998 г. составило: в Австрии (АТХ) — 2,15%, во Франции (САС-40) — 2%, в Италии (МІВ-30) — 1,9%, в Швейцарии (SMI) — 1,0% [16, с. 10].

Пострадал от азиатского кризиса и фондовый рынок Украины, который на тот момент находился на стадии формирования. Львиную долю оборота на нем составляли операции с государственными долговыми обя-

⁸ Составлено по данным Мировой федерации бирж [12].

зательствами (ОВГЗ), уровень доходности которых привлекал иностранных портфельных инвесторов. В результате кризисных явлений на развитых и формирующихся фондовых рынках иностранные инвесторы начали выводить свои капиталы из Украины. НБУ отреагировал на это путем введения ограничений на валютном рынке, а Министерство финансов Украины повысило уровень доходности ОВГЗ более чем в два раза.

В итоге резкое повышение доходности ОВГЗ привело к обвальному падению курса акций; фондовые индексы с конца октября до конца 1997 г. снизились более чем на 30% [14, с. 84].

Литература

1. **Доронин И.** Положение на фондовых и валютных рынках // *Мировая экономика и международные отношения*. — 1998. — № 8. — С. 14—25.
2. **Bank for International Settlements.** 68th Annual Report. Basle, 8th June, 1998. — 201 p.
3. **Стиглиц Дж.** Глобализация: тревожные тенденции. — М.: Мысль, 2003. — 302 с.
4. **Динкевич А.И., Игнацкая М.А.** Восточная и Юго-Восточная Азия: финансово-экономический кризис и его последствия // *Деньги и кредит*. — 1999. — № 3. — С. 58—69.
5. **Ворогін В.** Азіатська криза: витоки для трансформаційної економіки України // *Банківська справа*. — 1999. — № 5. — С. 38—39.
6. **Махатхир Бин Мохамад.** Азиатские экономики: вызовы и возможности // *Финансовые риски*. — 2004 — № 1. — С. 107—112.
7. **Клейн Л. Р.** Кризис в Азии и мировая экономика // *Мировая экономика и международные отношения*. — 1999. — № 4. — С. 33—36.
8. **East Asia. The Road to Recovery.** The World Bank. Washington, 1998. — 467 p.
9. **Emerging Stock Markets Factbook 1995.** IFC, Washington, 1995. — 324 p.
10. **Sandeep Patel, Asani Sarkar.** Stock Market Crises in Developed and Emerging Markets. The Federal Reserve Bank of New York, April 1998. — 20 p.
11. **Рубцов Б.Б.** Мировые рынки ценных бумаг. — М: Экзамен, 2002. — 448 с.
12. <http://www.world-exchanges.org>.
13. <http://www.imf.org>.
14. **Давидов О.І., Зінченко Я.В.** Фондові кризи у ринковій економіці // *Фінанси України*. — 2000. — № 3. — С. 80—86.
15. **Борисоглебская А.А.** Мировой финансовый кризис 1997—1998 гг.: причины и последствия // *США — Канада: экономика, политика, культура*. — 1998. — № 5. — С. 33—46.
16. **Акмаль Вассеф Абдала.** Вплив азіатської фінансової кризи на формування європейського валютного союзу: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.05.01 / Ін-т міжнар. відносин Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — К., 2000. — 16 с.
17. **Рубцов Б.Б.** Реформа финансового сектора Республики Корея: опыт преодоления кризиса // *Рынок ценных бумаг*. — 2002. — № 1. — С. 72—
- 79.
18. <http://www.pfts.com>.
19. **Блинов А., Ковалева В., Рубанов И.** По ком рычит медведь // *Эксперт Украина*. — 2006. — № 1. — С. 14—20.
20. **Платіжний баланс і зовнішній борг України, I квартал 2006 р.**
21. **Найман Э., Вальчишен А., Головин В.** Оранжевый стероид // *Бизнес*. — 2005. — № 1—2. — С. 44—49.
22. **Ульянов В.** Фондовый аспект финансового кризиса в странах Юго-Восточной Азии // *Вісник економічної науки України*. — 2006. — № 2. — С. 173 — 181.
23. **Корнійчук О.П.** Ознаки системної кризи: порівняльний аналіз економіки і фондового ринку Південної Кореї та України // *Економіка промисловості*. — 2006. — № 3. — С. 11—17.
24. **Мусіна Л.** Економічна політика і розвиток реформ Південної Кореї — досвід для України // *Фінанси України*. — 2005. — №6. — С. 79—82.
25. **Ho-Soo Oh.** Securities market in Korea. — Seoul: The Korea securities dealers association, 2003. — 293 p.
26. **Prasada Reddy.** Globalization of Corporate R&D: Implications for innovation systems in host countries. *Routledge Studies in International Business and the World Economy*. — London: New York Taylor & Francis, 2000.
27. **Статистичний щорічник України за 1995 рік.** — К.: Держкомстат України, 1996. — 575 с.
28. **Статистичний щорічник України за 1999 р.** — К.: Держкомстат України, 2000. — 645 с.
29. **Статистичний щорічник України за 2004 р.** — К.: Держкомстат України, 2005. — 588 с.
30. **Кочева О., Чувиляев П.** Война против «черного вторника» // *Деньги*. — 2007. — № 8. — С. 49—51.
31. **Business Week.** — 2005. — 20 February. — P. 8—11.
32. **Финансирование компаний Восточной и Юго-Восточной Азии** // *Экономика и управление в зарубежных странах*. — 2006. — № 5. — С. 14 — 20.
33. **Костюк В.Н.** Длинные волны Кондратьева и теория долговременного экономического роста // *ОНС*. — 2002. — № 2. — С. 90 — 97.
34. **Кондратьев Н.Д.** Большие циклы конъюнктуры // *Вопр. конъюнктуры*. — 1925. — Т. 1. — Вып. 1.
35. **Кондратьев Н.Д.** Большие циклы экономической конъюнктуры // *Кондратьев Н.Д., Опарин Д.И.* Большие циклы конъюнктуры. — М., 1928.
36. **Кондратьев Н.Д.** Основные проблемы экономической статистики и динамики. — М.: Экономика, 1991. — 468 с.
37. **Безручко Б.П.** и др. Путь в синергетику. — М.: УРСС, 2005. — 304 с.
38. **Пилипенко И.В.** Конкурентоспособность стран и регионов в мировом хозяйстве: теория, опыт малых стран Западной и Северной Европы. — Смоленск: Ойкумена, 2005. — 496 с.
39. **Атипичная зараза пришла из Китая** // *Эксперт*. — 2007. — № 9. — С. 6.
40. **А теперь** — экспорт капитала // *Эксперт*. — 2007. — № 8. — С. 5.

(Продолжение в следующем номере.)