

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 *

7. Особенности банковских кризисов

Основные факторы, которые могут привести к потере стабильности конкретным банком, можно разделить на две группы: 1) внутренние, то есть те, которые являются следствием неэффективного функционирования банка (несбалансированность активов и обязательств, некачественный кредитный и инвестиционный портфель, избыточные операционные расходы и т. п.); 2) внешние, которые могут быть результатом действий конкурентов, изменения политической ситуации, законодательства и т. п.

Последствия кризисов зависят не только от их глубины, но и от эффективности антикризисного управления. В свою очередь, возможности антикризисного менеджмента определяются квалификацией и мотивированностью управленцев, глубиной кризисных явлений, зависят от рыночной позиции банка и запаса его жизнеспособности, общеэкономической ситуации и влияния политических и правовых факторов.

Среди существующих подходов к возникновению кризисных ситуаций следует выделить следующие: когда кризис понимают как случайное явление, которого можно было избежать; когда считают, что кризис является следствием комплекса случайных и закономерных событий; когда кризисное состояние рассматривается как закономерное явление, появление которого заложено в самой системе.

Исходя из следующих позиций, избирается стратегия менеджмента, который может строиться на таких концептуальных подходах: 1) кризис — зло, с которым следует бороться всеми возможными средствами; 2) кризис — испытание судьбы, которое необходимо мужественно переносить; 3) кризис — благо, которое следует использовать на собственную пользу [41, с. 21—23].

Эти подходы распространены среди практиков, однако не являются научно взвешенными и достовер-

ными. Современные концепции антикризисного управления базируются на комплексной диагностике причин и последствий кризисов, применении превентивного антикризисного управления, комплексного управления последствиями кризисных ситуаций.

Хотя банковские кризисы на макроуровне наблюдаются с XIX ст., экономическая сущность данного явления остается не исследованной. В экономической и справочнике литературе есть лишь определение финансовых и денежно-кредитных кризисов, которые не являются тождественными банковскому кризису. Однако формирование эффективного антикризисного управления невозможно без выяснения сущности данного явления. Банковские кризисы на микро- и макроуровнях имеют существенные сущностные отличия. Банковский кризис как макроэкономическое явление являет собой такое состояние банковской системы, при котором наблюдаются существенные расстройства ее деятельности, сопровождающейся массовым банкротством банков, ухудшением показателей их деятельности, снижением доверия клиентов к банковским учреждениям. Банковский кризис на микроуровне представляет собой такое состояние банка, которое сопровождается потерей его платежеспособности, ресурсной базы, клиентов, рыночной позиции и может привести к банкротству.

Существуют разные подходы к классификации кризисов на микро- и макроуровнях [42, с. 94—96]. В зависимости от факторов их формирования, масштабов, последствий, сферы возникновения и т. п. кризисы бывают частичные и системные, глобальные и локальные, управляемые и неуправляемые, кратковременные и затяжные, прошлые, текущие и будущие (прогнозируемые), явные и скрытые, разовые и циклические, случайные и закономерные, искусственные и естественные, экономические, социальные, политические, технологические, экологические и др. Выде-

* Продолжение. Начало в № 2 за 2007 г.

Этапы развития кризисных явлений в деятельности банков

Кризис	Его проявление
зарождение	Недостаточно обоснована идея создания нового банка, противоречия между учредителями
рождение	Проблемы проведения подписки на акции и государственной регистрации
утверждение	Отсутствие доверия клиентов, проблемы формирования ресурсной базы
стабилизация	Исчерпание потенциальных возможностей развития, выход на максимум эффективности жизнедеятельности
упрощение	Появление признаков старения: сокращение рыночного сегмента, отставание от потребностей рынка
старение	Значительное ухудшение основных показателей деятельности, отсутствие перспективных банковских продуктов
выбытие	Появление признаков прекращения банковской деятельности: потеря ликвидности, потеря платежеспособности, быстрая потеря клиентов и рыночного сегмента

Построено с использованием [41, с. 38—40]

ляют также банковские кризисы, при этом понимают как проблемную ситуацию в конкретном банке (микроуровень), так и кризисное состояние национальной банковской системы (макроуровень). Однако в современных условиях правомерно говорить о возможности возникновения банковских кризисов на международном уровне (мегауровне) в результате интеграционных процессов в финансовой сфере.

В соответствии с этапами жизнедеятельности банка существует потенциальная угроза появления банковского кризиса на каждом из них (табл. 7).

Банковский кризис характеризуется такими показателями, как длительность во времени и глубина кризисных явлений. Последний показатель характеризуется силой влияния кризиса на состояние банка или банковской системы, показателями «деформаций» или отклонений от параметров их функционирования в нормальных условиях. Длительность кризиса, в свою очередь, зависит от длительности его отдельных фаз или стадий: предкризисной стадии, стадии возмущения, стадии разгона, стадии свершения, стадии возвращения, стадии успокоения, послекризисной стадии [41, с. 71—78].

В связи с этим особое значение приобретает исследование возможных каналов распространения кризисов (табл. 8). Ю.Руденко и С. Яникин выделяют такие каналы распространения финансовых кризисов: общие шоки, торговые связи и конкурентные деваль-

вации, финансовые каналы, информационные каналы, фактор «доверия» [3, с. 4—6].

К этим каналам следует прибавить инвестиционный канал, причем тут речь идет как о кредитовании резидентов зарубежными партнерами, инвестиции в уставный капитал (особенно — финансово-кредитных учреждений), так и об инвестировании средств в ценные бумаги (как национальных инвесторов на международных рынках, так и зарубежных — на национальном). Барьеры на пути возникновения банковских кризисов формируются как на микроуровне, так и на уровне отдельного государства и на международном уровне.

Для обеспечения стабильной банковской деятельности важное значение имеет не только эффективный банковский менеджмент, но и система государственной поддержки банков, которые имеют финансовые трудности. При этом наблюдательные органы должны различать потерю ликвидности и состояние неплатежеспособности банка. Ведь центральный банк, как и другие кредиторы, не должен предоставлять ссуды, которые могут ухудшить структуру его собственных активов. Для решения этих вопросов был создан Базельский комитет, который разработал ряд соглашений, направленных на снижение рисков банковской деятельности в условиях глобализации финансовых рынков. Национальное банковское законодательство адаптируется к этим требованиям.

Таблица 8

Стадии развития банковского кризиса [51, с. 131]

Стадия	Характеристика
предкризисная	Наличие слабых сигналов о развитии кризисной ситуации. Важным является своевременное выявление сигналов будущего кризиса, причин ее возникновения и их устранения
возмущение	Более явные признаки кризисной ситуации. Является результатом: невыявления слабых сигналов на предыдущей стадии; неэффективности мероприятий на предыдущей стадии; действия факторов, на которые нет возможности эффективно влиять. Необходимость разработки превентивных антикризисных мероприятий, адекватных ситуации
разгон	Наличие признаков близкого кризиса. Диагностика будущих потерь и мероприятия по их минимизации
свершение	Кризисные явления достигают максимальной силы. Применение антикризисных мероприятий, отказ от неэффективных инструментов, концентрация ресурсов и усилий на преодолеваемые кризисы
возвращение	Уменьшение силы влияния кризисной ситуации, оценка ее реальных негативных последствий
успокоение	Стабилизация показателей деятельности, исчезновение кризисных явлений. Оценка реальных потерь («деформаций»). Анализ потерянных возможностей
послекризисная	Наступление квазистабильного периода деятельности банка. Мероприятия по нивелировке последствий кризиса и недопущению ее повторения в будущем

Таблица 9

Система обеспечения стабильности банковской системы в США

Равное обеспечение стабильности банковской системы	Органы обеспечения стабильности банковской системы	Их функции
Ликвидность банковской системы	Федеральная резервная система	Стабильность и доверие к банковской системе в целом
Сдерживание роста банков	Управление контролера денежного обращения резервной системы	Умеренный уровень риска деятельности отдельных банков
Защита вкладчиков	Федеральная корпорация страхования депозитов	Доверие вкладчиков к конкретному банку

В США, например, функционирует трехуровневая система защиты банков от кризисных явлений (табл. 9).

Начало ее формирования было положено одним из наибольших банковских кризисов в истории этой страны — кризисом 1907 г., после которого в 1913 г. была создана Федеральная резервная система. Систе-

ма Федерального резерва обеспечивает поддержку ликвидности отдельных банков и банковской системы в целом. С 30-х гг. XX в. к этой системе было прибавлено еще две составляющие, которые обеспечивали защиту интересов вкладчиков и сдерживания необоснованного роста банков. Это Федеральная корпорация страхования депозитов и правило Q, которое

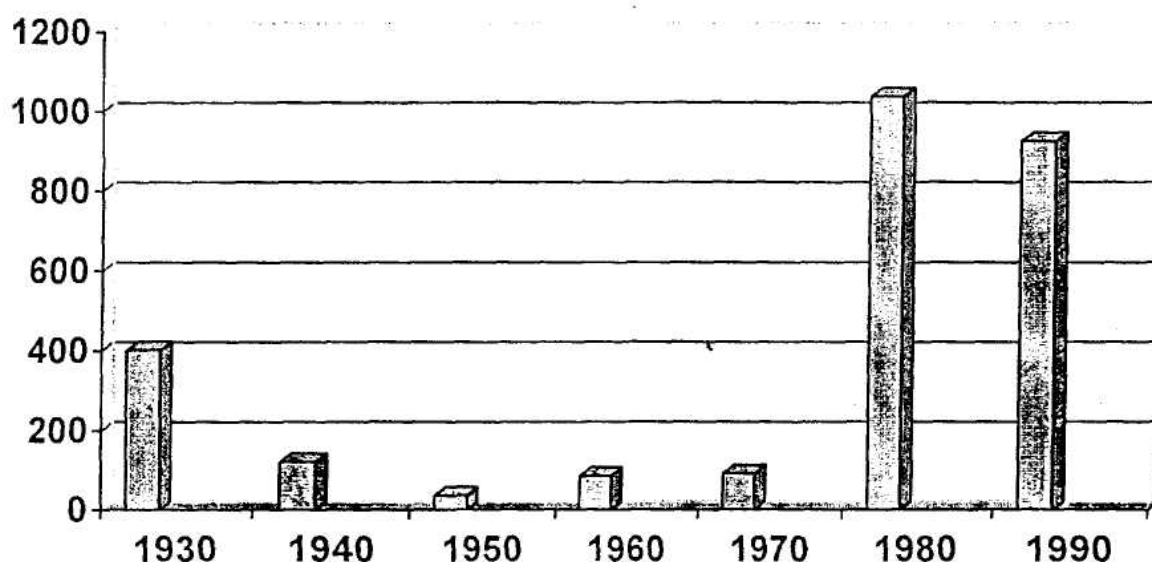


Рис. 5. Банкротства банков США, застрахованных Федеральной корпорацией страхования депозитов (количество за десятилетие) [46]

ограничивало размер процентных ставок банков по операциям с суммами, не превышавшими 100 тыс. дол. [44, с. 23.] Впоследствии (в конце 70-х гг. XX в.) правило Q было заменено нормативными требованиями регулятивных органов относительно банковского капитала.

В 80—90-х гг. XX в. во многих странах возникло предкризисное и даже кризисное состояние в банковской сфере. Банковские кризисы наблюдались в большинстве развивающихся стран практически во всех странах с переходной экономикой, в целом ряде развитых стран. В США катастрофически выросло количество обанкротившихся банков (рис. 5), общее количество банков за 1995—2005 гг. сократилось вдвое.

Американские специалисты связывают это со взрывом финансовых нововведений в 70-х гг., появлением новых финансовых инструментов и послаблением ограничений относительно деятельности банков на финансовых рынках. Это повысило уровень риска в банковской деятельности, облегчило принятие банками на себя дополнительного риска. Последнему способствовало также повышение суммы федерального страхования депозитов с 40 до 100 тыс. дол. и отмены правила Q, которое стимулировало быстрый рост, в том числе благодаря высокорискованным проектам. Значительно облегчило мобилизацию средств для банков появление брокерских депозитов, то есть брокерской услуги, позволяющей делить сумму, которая превышала застрахованную, покупая депозитные сертификаты в разных банках. Попытка Федеральной корпорации страхования депози-

тов запретить такие операции не имела успеха. Приход к власти монетаристов ослабил государственную регуляцию банковской сферы. Все это создало условия для возникновения банковского кризиса.

В последующем значительное количество банков и ссудосберегательных ассоциаций начинает испытывать проблемы с ликвидностью. В этих условиях регулятивные учреждения избирают политику регуляторной сдержанности или терпимости [45, с. 321]. Вместо ликвидации неплатежеспособных учреждений они изменяют принципы учета и уменьшают требования к размерам собственного капитала. Причины такого поведения кроются в недостаточных ресурсах федеральных учреждений относительно выплат по застрахованным депозитам и нежелании признавать проблемы, надеясь, что они исчезнут сами по себе. А банки, которые попали в затруднительную ситуацию, шли на еще больший риск по принципу «либо пан, либо пропал». Они переманивали клиентов стабильных банков лучшими условиями, и это еще больше обостряло ситуацию. Например, в Техасе функционировало значительное количество таких проблемных банков (так называемых «зомби-ассоциаций», или «живых мертвых»), которые переманивали клиентов здоровых банков, а их завышенные ставки получили название «техасская премия». Кризис достиг своего пика, когда в 1986 г. обанкротился Федеральный страховой фонд ссудосберегательных ассоциаций.

После этого был проведен ряд кардинальных мероприятий. В 1989 г. был принят Закон о реформе финансовых институтов, оздоровления и полномочий.

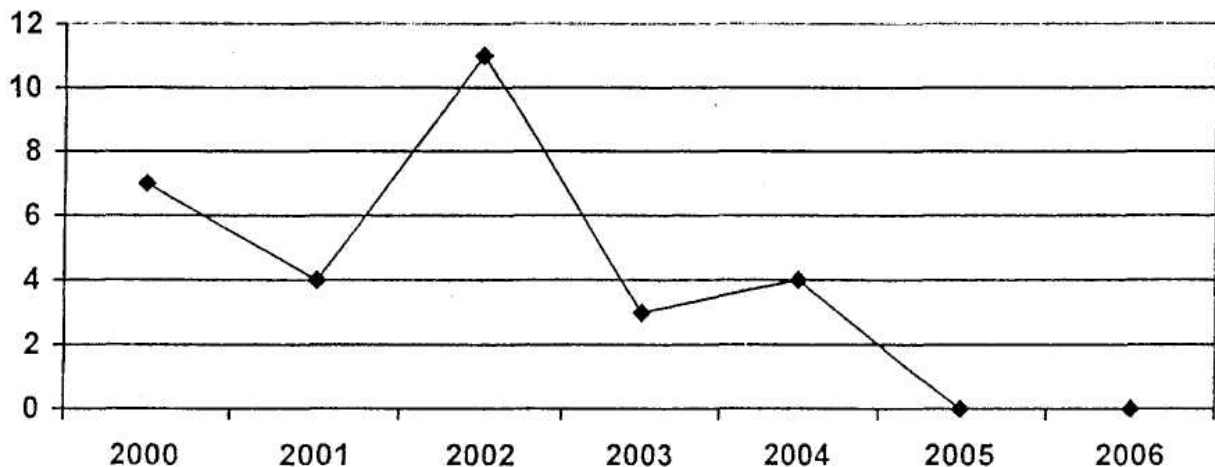


Рис. 6. Количество банкротств банков США, застрахованных Федеральной корпорацией страхования депозитов, в 2000—2006 гг. [46]

Согласно ему, Федеральная корпорация страхования депозитов стала единственным распорядителем федеральной системы страхования вкладов с двумя отдельными страховыми фондами: Банковским страховым фондом и Страховым фондом сберегательных ассоциаций. Были введены ограничения относительно рисков инвестиционной деятельности и увеличены нормативы относительно банковского капитала, увеличены полномочия регулятивных органов, облегчен порядок освобождения управляющих, усилены штрафные санкции.

Статистика последних лет свидетельствует, что в последнее время ситуация стабилизировалась (рис. 6). В 2005—2006 гг., по данным Федеральной корпорации страхования депозитов, банковских банкротств не было. В 2007 г. был ликвидирован банк Metropolitan Saving Bank (2 февраля 2007 г., г. Питсбург, Пенсильвания).

Следовательно, американский опыт преодоления банковского кризиса свидетельствует, что страхование банковских депозитов играет двойную роль: с одной стороны, усиливается доверие вкладчиков к банкам, растет их ресурсная база, которая способствует стабильности банковской системы. С другой стороны, отсутствие риска по застрахованным вкладам позволяет нестабильным банкам предлагать своим клиентам экономически необоснованные ставки, перетягивая на себя «финансовое одеяло», не стимулирует обоснованный выбор банков клиентами и общественный контроль их деятельности. В Украине мы наблюдаем постоянный рост застрахованных сумм депозитов. Последнее решение было относительно их поднятия до 25 тыс. грн. Это увеличивает доверие к банковской системе, однако, как видим, такое доверие не должно быть избыточным. В США раздаются

предложения относительно отказа от страхования депозитов вообще, чтобы усилить позиции действительно надежных банков. В Великобритании вкладчик может получить лишь 75% застрахованной суммы, а остальные 25% являются штрафом за непродуманный риск клиента, который должен стимулировать его осмотрительность.

90-е годы XX в. стали временем еще одного значительного банковского кризиса в Японии. Основной предпосылкой этого кризиса стала неготовность экономики страны к новым условиям международной конкуренции. Это сопровождалось сокращением производства, падением курсов акций многих предприятий, наращиванием проблемных ссуд у банков. Специалисты назвали это крахом экономики «мыльного пузыря». В банковской сфере на начальной стадии кризис имел, как и в США, скрытый характер. Банки, чтобы не потерять клиентов, искусственно улучшали ситуацию, скрывали реальные проблемы. В частности, ценные бумаги в своих инвестиционных портфелях они учитывали не по реальной рыночной стоимости, которая стремительно падала, а по предыдущим более благоприятным ценам.

В 1997 г. произошло очередное обострение банковского кризиса: обанкротились ряд больших банков и инвестиционных компаний. В результате правительство ускорило реформу финансово-кредитной сферы и приняло в декабре 1998 г. Закон о реформе финансовой системы, который получил название «большой взрыв» (по аналогии с успешной реформой в Великобритании). В ее основу было положено стремление привести финансово-кредитную систему страны в соответствие с требованиями современности. Основными направлениями реформы банковской деятельности стали: либерализация международных

банковских операций; усовершенствование финансовых услуг, повышение их конкурентоспособности на мировых финансовых рынках; усиление регулятивных требований к банкам.

По масштабам эта реформа не имеет аналогов ни в одной стране мира. Она устранила препятствия доступу на финансовые рынки, разрушила «кирпичную стену», которая разделяла банковскую, страховую и инвестиционную деятельность. Банки, страховые и брокерские компании получили право на проведение всех видов финансовых операций. Открылся доступ на финансовые рынки нефинансовым учреждениям. Было упрощено функционирование рынка ценных бумаг. Относительно банков были введены правила жесткой защиты их клиентов. Они должны были обнародовать информацию относительно проблемных активов, стоимости акций в их распоряжении по текущему рыночному курсу.

Специфика японских банков в том, что они владеют большим количеством корпоративных ценных бумаг, чем банки в других странах. Это — закономерный результат сращения финансового и промышленного капиталов. Но обесценивание акций в условиях экономического кризиса нанесло разрушительный удар по банкам. Японские банки, в соответствии с новыми требованиями, списывали безнадежные активы сотнями миллиардов иен, однако объем активов не становился меньше. По оценкам Financial Service Agency (FSA) — главного органа банковского надзора в Японии, совокупная стоимость невозвращенных ссуд в банковской системе достигла 43 трлн иен (около 350 млрд долл.), то есть почти 8% ВВП Японии, причем большинство аналитиков считали эти данные заниженными [47, с.37]. По другим данным, кумулятивная сумма списанных безнадежных ссуд за 1992—2002 гг. составляла 717,9 трлн иен (около 6 трлн долл.), или 13% ВВП [48]. В 2003 г. не списанными оставались долги на сумму 35,3 трлн иен.

Центральный банк страны — Банк Японии пошел в этой ситуации на крайние меры: принял решение скупить акции, принадлежавшие коммерческим банкам, которые осуществлялись в 2002—2004 гг. Следует заметить, что за 120-летнюю историю Банк Японии никогда не покупал корпоративных акций, как и другие центральные банки Европы и Америки. Это подтолкнуло правительство к предоставлению банкам бюджетной помощи. Стали более жесткими регулятивные требования. Более 15 крупнейших банков получили предупреждение, что в случае убыточной деятельности будут приняты меры по освобождению с должностей руководства, по принудительной национализации, которое было фактически применено в середине в 2003 г. к пятому по размеру банку — Resona.

В апреле 2004 г. такие мероприятия были применены к руководству банка UFJ. Это стимулировало финансовое оздоровление других банков, в частности «большой четверки».

Банковская реформа ускорила процессы консолидации в банковском секторе. В 1999—2001 гг. в стране появились четыре больших банка (Mizuho, SMFG, MTFG и UFJ), созданные в результате ряда слияний и поглощений в первой двадцатке банков Японии. Однако это не решало проблемы капитализации всей банковской системы. Не сработало и введение обязательного гарантирования возвращения вкладов (в 1997 г. — на сумму до 10 млн иен, а через год — без ограничений). Опыт работы Корпорации страхования депозитов показал, что подстраховка банков за счет налогоплательщиков стимулирует обе стороны к принятию рискованных решений.

В настоящее время проблема выхода из почти десятилетнего банковского кризиса окончательно не решена, хотя есть значительные позитивные сдвиги. Деятельность больших банков уже является прибыльной, проблемы сохраняются относительно отдельных средних и мелких банков. Банковская система еще функционирует в режиме «ручного управления» со стороны правительства. В ближайшем будущем ожидается отказ от чрезвычайных мероприятий в финансовой сфере и сокращения прямого государственного вмешательства в банковскую деятельность. Концепция функционирования банковской системы страны в послекризисных условиях еще не выработана. Однако в этом направлении уже делаются первые шаги. В 2006 г. Банк Японии взял курс на «постепенный отход от политики количественного смягчения» и повышения процентных ставок [49].

Предкризисные явления наблюдаются и в других странах. Проблемными были 2002—2003 гг. для немецких банков, в частности у таких больших банков, как HypoVereinsbank (HVB), Dresdnerbank и Commerzbank, которые имели миллиардные убытки. Впервые за послевоенный период эксперты заговорили о банковском кризисе [50]. И так же, как в Японии, речь идет об избыточном количестве финансовых институтов. И выход видится один (особенно в свете новых Базельских требований относительно уровня капитализации) — стимулирование процессов консолидации в банковском секторе.

В странах Восточной Европы банковские системы тоже понесли значительные потери в результате недостаточной капитализации банков, неэффективной системы менеджмента риска, общего ухудшения экономической ситуации и т. п. Эти процессы являются наглядным свидетельством необходимости реструктуризации национальных банковских систем, которые обнаружили него-

товность к объективным процессам, происходящим сегодня в финансовой сфере.

8. Южнокорейский опыт преодоления финансового кризиса

Среди азиатских стран, пострадавших от кризиса, опыт Южной Кореи по его преодолению является наиболее успешным. Кризисный опыт Южной Кореи указывает, что отрицательное влияние на экономику усиливается при отсутствии эффективного регулирования корпоративного сектора, операций с ценными бумагами и доходов от них.

Поэтому важным является обобщение практики синхронного реформирования экономики и фондового рынка Южной Кореи для последующего использования при разработке стратегии и конкурентоспособной финансово-экономической модели развития постсоветских стран на достаточно длительный период. Это разрешит предусмотреть особенности кризисных тенденций, в первую очередь, для регионов стран, где сконцентрированы ведущие отрасли промышленности, и принять комплексные меры по минимизации отрицательных последствий в глобализованных условиях экономического развития.

Следует отметить, что важным фактором, обусловившим быстрое финансовое оздоровление, явилась помощь международных финансовых институтов. В конце ноября 1997 г. правительство обратилось за помощью в МВФ. Общий объем кредитов, которые получила Южная Корея, составил 57 млрд долл. (из них на МВФ пришлось 21 млрд долл., 10 млрд — на МБРР, 4 млрд — на Азиатский банк развития, остальную сумму предоставили отдельные страны) [2, р. 134]. Условием предоставления кредита МВФ были либерализация экономики и жесткая денежно-кредитная политика, направленная на сдерживание инфляции.

В декабре 1997 г. правительство Южной Кореи объявило о программе преодоления кризиса, которая включала в себя реформирование финансового, корпоративного и государственного сектора, а также изменение системы социального страхования и обеспечения. Важнейшим элементом стабилизационной программы стало реформирование и реструктуризация финансового сектора. Так, в апреле 1998 г. была создана Комиссия по надзору за финансовым сектором (FSC), которая сосредоточила контролирующие функции над всеми финансовыми учреждениями. Комиссией совместно с Министерством финансов и экономики была разработана и претворена в жизнь програм-

ма реформы финансового сектора. Основным пунктом реформы была реструктуризация финансового сектора, которая проходила в два этапа:

- первый этап — восстановление финансовой стабильности путем закрытия нежизнеспособных финансовых учреждений и сокращения доли проблемных долгов;
- второй этап — либерализация финансового сектора и повышение на этой основе его конкурентоспособности.

В результате проведения реструктуризации были отозваны лицензии у 5 компаний по ценным бумагам, 6 инвестиционных фондов, 70 взаимных и сберегательных финансовых компаний. В то же время с апреля 1998 г. был открыт доступ в отрасль иностранным и национальным компаниям, в результате чего появилось 16 новых компаний по ценным бумагам и 6 инвестиционных фондов.

В октябре 1998 г. были приняты новые стандарты раскрытия информации финансовыми учреждениями, а также усилена ответственность за предоставление ложной информации. Все компании, прошедшие листинг на Корейской фондовой бирже, обязаны предоставлять финансовую отчетность, заверенную независимым аудитором. Также были приняты меры по улучшению прозрачности финансовых учреждений: в настоящее время учет в банках, страховых компаниях и компаниях по ценным бумагам полностью соответствует Международным стандартам учета (IAS 30) или американским GAAP.

Одним из результатов трансформации финансовой системы Кореи должно было стать повышение роли фондового рынка как источника финансирования деятельности предприятий. Для оздоровления фондового рынка были предприняты следующие шаги:

- для привлечения в отрасль новых участников был снижен минимальный уровень капитала для брокеров-дилеров и консультантов, а также было разрешено создавать закрытые инвестиционные фонды;
- с целью повышения ликвидности государственных облигаций был создан оптовый рынок, на котором совершаются сделки специально уполномоченными дилерами;
- в Коммерческий кодекс и Закон о ценных бумагах и биржах были внесены поправки, усилившие права миноритарных акционеров¹;
- были отменены ограничения на участие в голосовании институциональных инвесторов;

¹ Поправками предусматривалось: сокращение величины пакета, дающего право на предъявление иска к директору или аудиторю, требование отставки директоров и аудиторов (с 1 до 0,5%); уменьшение величины пакета, дающего право на ознакомление с бухгалтерскими документами (с 3 до 1%); акционеры, которые имеют более 1% акций, получили право вносить предложения в повестку общего собрания.

• с целью усиления конкуренции внутри страны были сняты ограничения на прямые и портфельные иностранные инвестиции. Если в 1996 г. доля иностранцев в акционерном капитале составляла 13%, то в 2000 г. — 25% [17, с. 78].

Итогом проводимых реформ стало повышение эффективности корейских компаний и оздоровление финансового сектора. Что касается фондового рынка, то в 2001 г. в индексе MSCI по формирующимся рынкам Южная Корея занимала первое место.

Проведенный в работе [23] сравнительный анализ развития экономики Южной Кореи и Украины показывает, что для обеих стран характерно определенное сходство существенной несбалансированности внутренней и внешней экономической среды. Основные проблемы в развитии экономики Южной Кореи проявились под давлением внешних факторов в ходе кризиса 1997 г., в первую очередь в валютно-финансовой сфере. Аналогично под влиянием ценовых факторов в энергетической сфере проявились и кризисные явления в Украине в 2006—2007 гг. Главная причина этих процессов в структурной слабости экономики и необходимости кардинальной перестройки финансового, корпоративного и государственного секторов.

Вместе с тем такая похожесть фактически исчезает при сравнении динамики развития фондовых рынков этих стран, поэтому-то украинский фондовый рынок существенно тенезован и неразвит. На разных этапах развития экономик Южной Кореи и Украины характерной была политика:

стимулирования экспорта до 1970 г. в Южной Корее, в Украине — до 2005 г.;

поддержки тяжелой и химической промышленности соответственно до 1980 г. и до 2006 г.;

либерализации торговли и активное включение рыночных механизмов, соответственно, 1990 г. и 1998 г.;

реагирования на требования глобализации — присоединение к ВТО до 1997 г.; Украина планирует в 2007 г.;

в посткризисный период (после 1997 г.) в Южной Корее с целью диверсификации и снижения глобальных экономических рисков усилилась поддержка малых и средних предприятий, проведены системные реформы финансового и корпоративного секторов. Восстановление после финансового кризиса произошло через 4 года [24, с. 81].

Для обеих стран были актуальны: необходимость перехода от административно-плановой к рыночной экономике (Южная Корея — середина 50-х годов XX в., Украина — с 1991 г.); решающая роль государства в контроле над экономикой и выборочная поддержка отдельных отраслей; развитие экспортного

бизнеса и предоставление налоговых преференций экспортно-импортным операциям; политическая, а в Украине еще и конфессиональная разделенность страны. В условиях динамической интеграции в мировое хозяйство в обеих странах (Южная Корея — до 1997 г., Украина — в данное время) наблюдается неэффективная система корпоративного управления; непрозрачность финансового сектора, а для Украины еще и фондового рынка. Структурные проблемы экономик обеих стран также связаны с: резким уменьшением экспорта — в Южной Корее в 1996 г.; в Украине — с 2006—2007 гг. металлургической и химической продукции в связи с ростом цен на энергоносители и неблагоприятной мировой конъюнктуры цен; несовершенством системы корпоративного сектора экономики, весьма слабыми финансовыми балансами банковского и корпоративного секторов; в Корее — существенным преобладанием краткосрочных долгов в структуре внешнего долга (табл. 10).

После ухода из Южной Кореи портфельных инвесторов это стало одной из причин банкротства банковской системы. Вышеупомянутые предпосылки на фоне международных валютных проблем привели к финансовому кризису в Южной Корее. Аналогичный уход иностранных инвесторов и свертывание кредитования международными финансовыми учреждениями Украины наблюдались в 1998—2001 гг.

Кризисные явления финансовой системы Украины некоторыми экспертами [22] объясняются несовершенной институциональной структурой (интерес к краткосрочным операциям), неэффективным использованием кредитных ресурсов (процентные ставки, более высокие по сравнению с производительностью использования средств), а также отрицательными внешними факторами (уменьшение украинского экспорта; увеличение процентных ставок на мировых рынках). Поэтому Украина, как и остальные постсоветские страны, нуждается в разработке долгосрочной стратегии и концепции управления внешним долгом для недопущения повторения вслед за Россией фактической неплатежеспособности страны в 1998 г.

К особенностям развития обеих стран следует отнести постоянное нахождение Украины в зоне асимметричных политических рисков, связанных с присутствием на ее экономическом, политическом, информационном пространствах дестабилизирующих факторов со стороны России. Это происходит на фоне постоянного стимулирования Россией политического противостояния в ходе избирательных компаний.

В противовес этому патриотизм руководства и большого бизнеса Южной Кореи способствовал максимально возможному возвращению валюты от экспорта в страну и выполнению программ социальной

Таблица 10

Динамика и структура внешнего долга в Южной Корее в 1992—1998 гг., млн долл. США*

Показатели	Годы						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Общий объем внешних обязательств	629,0	670,0	887,0	1197,0	1643,4	1580,6	1493,5
в том числе финансовых учреждений	436,0	475,0	651,0	905,0	1165,3	896,0	719,5
корпораций	137,0	156,0	200,0	261,0	417,5	462,0	410,0
Годовой прирост внешнего долга, (%)		6,52	32,39	34,95	37,29	-3,82	-5,51
Внешний долг (% ВВП)	19,99	19,38	22,04	24,46	31,60	33,16	46,48
Доля краткосрочных долгов в общем объеме, (%)	58,82	60,15	65,84	65,75	56,58	40,00	20,64
Краткосрочные долги (% к международным валютным резервам)	215,7	198,9	227,5	240,6	279,8	309,8	59,2

* The Korean Crisis: Before and After, p. 70

защиты. В Украине же политика руководства государства ставила корпоративные интересы отдельных финансово-промышленных групп выше национальных. До сих пор не решена проблема энергетической безопасности государства и отсутствуют достаточные конкурентные условия для бизнеса, хотя Украина в сырьевом отношении и более богата, чем Южная Корея. Газовый фактор стал политической платой и геополитическим тормозом при вступлении Украины в ВТО.

В отличие от непрозрачного фондового рынка в Украине, фондовый рынок Южной Кореи прошел динамический процесс адаптации к международным стандартам и эффективному привлечению международного капитала. Он стал реальным финансовым локомотивом развития южнокорейской экономики. Характерно, что через год после присоединения к Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) Южная Корея пережила жесткий финансовый кризис. Несмотря на поддержку МВФ Южной Корее в размере 57 млрд долл. США стоимость корейской валюты упала в 1997 г. вдвое. Капитализация акций Корейской фондовой биржи упала на 30% сравнительно с 1996 г. Но экономика сохранила уровень роста 6% [25, с. 42]. Таким образом, кризис вскрыл нарыв погрязшего в долгах корпоративного сектора, отягощенный и слабой финансовой сферой.

Практическое значение опыта корейского прави-

тельства в сфере минимизации последствий финансового кризиса и эффективного проведения структурных реформ заключается в следующем. Первоочередные мероприятия правительства Южной Кореи касались закрытия или реструктуризации неэффективных финансовых институтов, создания государственной надзорной финансовой комиссии, привлечения средств государства для выкупа проблемных долгов и допуска иностранных компаний на рынок.

Последующие шаги обеспечили существенное реформирование государственного, финансового и корпоративного секторов, а также социальной сферы. В государственном секторе была проведена административная реформа, приватизация и разукрупнение предприятий. В корпоративном секторе осуществлено содействие венчурному бизнесу и развитию информационных технологий, улучшена структура капитала за счет внедрения требований корпоративного управления, особенно относительно защиты миноритарных акционеров, введения ограничения на дополнительные заемные операции и получения разрешений на слияние и приобретение предприятий.

В финансовом секторе осуществлено приведение к требованиям международных стандартов регуляторных законов, прекращение существования и закрытие безнадежных финансовых учреждений-банкротов, либерализация условий для иностранного капитала, сокращение заемных гарантий и усовершенствование критериев кредитоспособности. В секторе

фондового рынка осуществлена полная либерализация иностранного инвестирования в ценные бумаги, а корейских инвесторов — в зарубежные; назначение в компании внешних директоров и аудиторов и подготовка объединенных финансовых отчетов.

Реформа финансовой системы надзора. В апреле 1998 г. в Корею была основана комиссия по финансовому контролю, которая охватывает рынок ценных бумаг, банковское и страховое дело. (Здесь следует отметить, что в Украине функционируют три основных регуляторных государственных органа, которые созданы соответственно в 1991, 1996 и 2004 гг.) Для открытия рынка капитала были упразднены все ограничения на иностранное портфельное инвестирование (прежде ограничения до 55% выпущенных в обращение акций). Проведено укрепление прав миноритарных владельцев (достаточно — 0,1% собственности, был 1%). Лицам, которые имеют 1% акций (раньше 3%), и владельцу 0,5% от собственности (раньше 1%) предоставлено право на проверку корпоративных счетов книг и на освобождение директора (Украина — 50% + 1 акция) или аудитора за незаконные действия. Усовершенствована структура слияния и приобретения и подготовки сертифицированных финансовых отчетов объединенных компаний. Улучшена корпоративная прозрачность менеджмента, снижение ограничений на перевыкуп акций (было 1/3 от общего количества акций, выпущенных в обращение) [25, с. 22, 44]. Усилены требования к открытости: кроме ежегодных и полугодовых отчетов, корпорации подают квартальные отчеты в течение 45 дней. Финансово-надзорная служба ввела полумиллионные штрафы в долларах США за неправдивые сведения (Украина — до 17 тыс. грн).

В Корею были пересмотрены делистинговые правила для увеличения рыночной прозрачности. Были снижены требования вступительного барьера для брокерства (в Украине же он был увеличен до 300 тыс. грн) и введен открытый тип общих фондов, которые были освобождены от налогообложения прибыли на капитал. Создана корейская фьючерсная биржа.

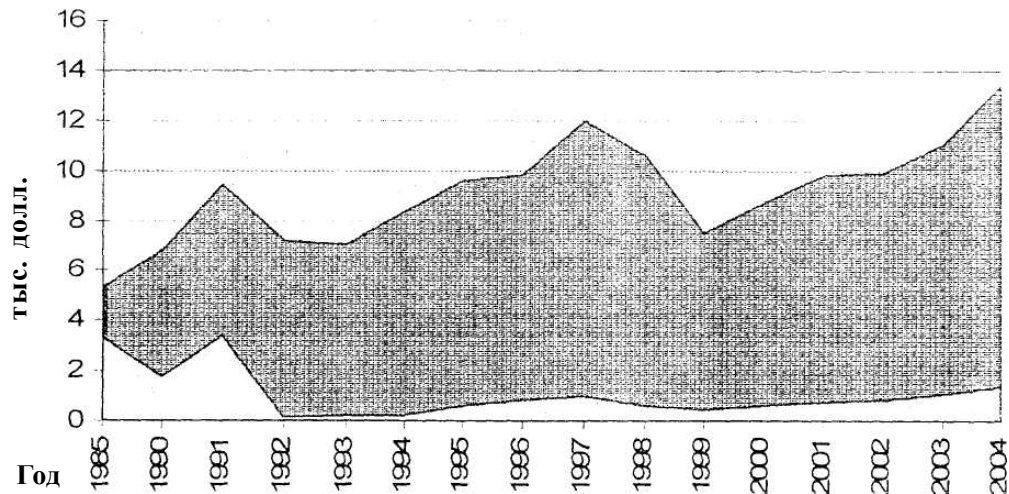
В целом генеральной линией правительства Южной Кореи относительно развития фондового рынка с момента его учреждения была реализация мероприятий по усилению публичности действий частных компаний путем поддержки зарегистрированных компаний банковскими займами и налогообложением. Публичные корпорации в 70-х годах XX в. должны были иметь 30% от своих неуплаченных акций в публичном обращении, а крупные собственники — уменьшать свои запасы от 51 до 30%. Усовершенствование (с 1974 г.) торговой системы касалось создания Корейского депозитария ценных бумаг (КДЦБ) и Корейской компью-

терной корпорации ценных бумаг. Для устранения краткосрочного заемного капитала правительство требовало, чтобы все долги и кредиты частных предприятий, которые действуют вне организованного финансового рынка, были подотчетные правительству.

Держателям акций было разрешено присоединяться к 10-процентному поднятию цены первоначального публичного предложения [25, с. 38]. Это привело к буму на первичном и вторичном рынках акций (рост более чем в 9 раз), а также облигаций. В свою очередь это оказало содействие росту в 6 раз стоимости инвестиционных трастовых фондов. Бум пережили также акции, связанные со строительством.

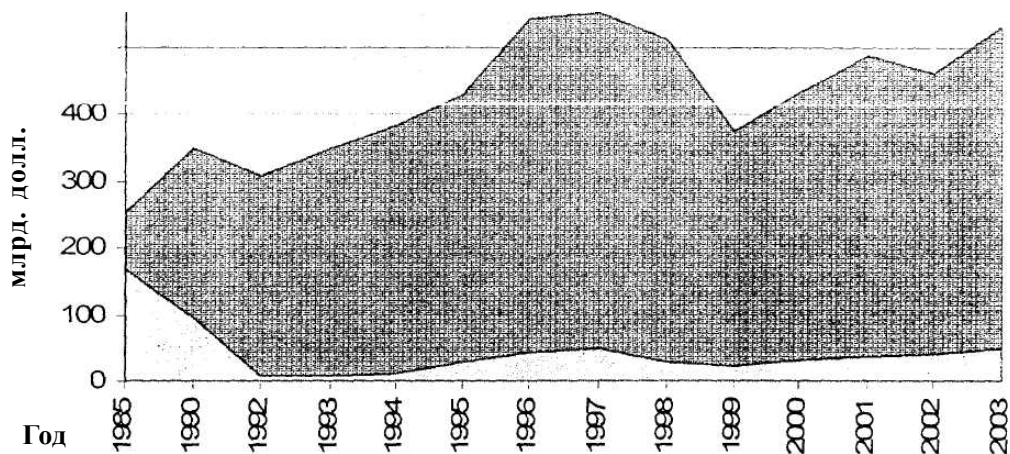
На этом фоне в Корею еще в 1977 г. были проведены значительные регуляторные реформы, которые привели к реорганизации надзорной системы, в чем уже продолжительное время нуждается Украина. Это разрешило улучшить эффективность надзора за рынком ценных бумаг за счет продолжительного контроля за основателями и менеджментом корпораций, которые владеют имуществом в 30% или меньше. В Украине также действуют определенные требования относительно информирования, но не предоставления отчетов в Государственную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР) юридическими лицами, которые владеют 20% акций; надзора за структурой капитала зарегистрированных корпораций; усовершенствования разрешительной системы; реформы в налогообложении, чтобы оказывать содействие распространению акций (фирмы, чьи владельцы имели 35% или больше выпущенных в обращение акций бирж, платили более высокие налоги). Ценным для опыта постсоветских стран может быть и корейский Закон о налогообложении трансакций ценных бумаг (1979 г.), который расширил границы «игрового поля» торговли ценными бумагами.

Указанные мероприятия привели в Корею в конце 70-х годов XX в. к существенному росту государственных предложений и зарегистрированных корпораций (за 5 лет — в 5 раз) [25, с. 40]. Еще в 1981 г. корейское правительство объявило долгосрочный план интернационализации рынка капитала. Он разрешал взаимный с иностранцами выход на международные рынки капитала. Были основаны Корейский международный траст и корпорация по размещению облигаций на Европейском рынке облигаций (1985 г.). Сравнение указанных регуляторных действий правительств Южной Кореи и Украины в экономическом, финансовом и в секторе фондового рынка показывает, что реальных шагов по фактическому улучшению прозрачности, защиты прав миноритарных акционеров, качества разрешительной системы в постсоветских государствах не осуществлено.



Верхняя кривая — Корея, нижняя кривая — Украина

Рис. 7. Рост ВВП на душу населения в Южной Корее и Украине в 1992 — 2004 гг [23, с. 16].



Верхняя кривая — Корея, нижняя кривая — Украина

Рис. 8. Рост ВВП в Южной Корее и Украине в 1992—2003 гг. [23, с. 16]

Расчеты были сделаны О. Корнейчук в статье [23] по данным Международной финансовой статистики МВФ, статистических ежегодников Украины за 1992—2004 гг. [27, с. 9; 28, с. 80; 29, с. 29] и газеты «Известия» за декабрь 1985 г. и 1990 г. (официальный курс 1\$ = 0,76 и 1,69 руб. соответственно).

Главный вывод заключается в том, что правительство Кореи на основе разработки долгосрочной экономической стратегии создало систему эффективной текущей финансово-экономической оценки состояния дел, удачного прогнозирования процессов и употребления решительных действий. С 1962 по 1996 г. ВВП Южной Кореи возрос с 2,3 до 480,2 млрд долл. США, а ВНП на душу населения — с 87 до 11 380 долл. США [25, с. 14] (рис. 7 — 8). Корея занимает высокие места в рейтинге конкурентоспособности. По рейтингу Мирового экономического форума (МЭФ) в

2004 г. она занимала 29 место, а по рейтингу Международного института развития менеджмента (МИРМ) в 2003 г. — 15 место. При этом особое внимание правительством Южной Кореи отводится развитию крупных предприятий, отдельные из которых стали транснациональными компаниями и проводят эффективные НИОКР, в первую очередь, в наукоемкие высокотехнологические товары.

За счет протекционистской политики по отношению к прямым иностранным инвестициям на технопарки в Корее приходится около 67% НИОКР, а 33%

— на филиалы ТНК [26, с. 202]. Для корейской экономики в целом характерно активное привлечение ТНК. Южная Корея позднее, чем Сингапур и Тайвань, пустила в свою экономику ТНК, создав всемирно известные брэнды. По данным World Investment Report 2004, количество материнских компаний ТНК в экономике страны составляет 7460. Иностранцы филиалы ТНК, которые расположены в стране, насчитывают 12909. Важным фактором развития корейской экономики стало соотношение 2:1 работающего и неработающего населения. Постсоветские страны, в том числе Россия и Украина, двигаются, к сожалению, с обратной тенденцией. Если существенная американская помощь Южной Корее за 1945—1965 гг. в сумме 6,165 млрд долл. США была использована на приобретение современных технологий, то на постсоветском пространстве использование иностранных заемных средств и привлечение инвестиций оставляет желать лучшего.

9. Становление фондового рынка Китая

Становление фондового рынка КНР и его дальнейшая интеграция в мировой рынок капиталов — определяющие векторы развития этой страны на ближайшие 5—10 лет. Как это ни парадоксально, большую роль в дальнейшем развитии рынка в КНР пекинские реформаторы отводят американским инвесторам. За десятилетие реформ фондовый рынок Китая

так и не стал полноправной частью экономики. Экономика и фондовый рынок «живут в разводе» с 2001 года. Однако проблемы начались гораздо раньше. Еще в середине 90-х годов аналитики предупреждали, что, скорее всего, направления развития реальной экономики и фондового рынка КНР разойдутся в противоположные стороны из-за замедления реформ в корпоративном секторе. В результате сегодня Китай — мировой рекордсмен по росту ВВП — имеет довольно слабый фондовый рынок. Для Поднебесной эта проблема становится самой главной, поскольку дальнейший долгосрочный рост экономики обеспечивать будет невозможно, если, конечно, не планировать зависимость от иностранных инвестиций.

У китайского рынка проблемы системного характера, связанные, прежде всего, с переходной экономикой. Анализируя развитие китайского рынка в ретроспективе, нельзя не отметить, что по абсолютным показателям рынок рос практически постоянно (рис. 9).

Китайский рынок постоянно наполнялся новыми компаниями. С 1998 г. число компаний, прошедших листинг на биржах КНР, увеличилось с 752 до 1287. И хотя на рис. 9 мы видим рост капитализации, на самом деле за ним стоит падение индексов. Это иллюстрирует динамика средней капитализации на одну компанию, которая по темпам снижения несколько опережала общую капитализацию.

Интересно, что в КНР не приватизировано еще

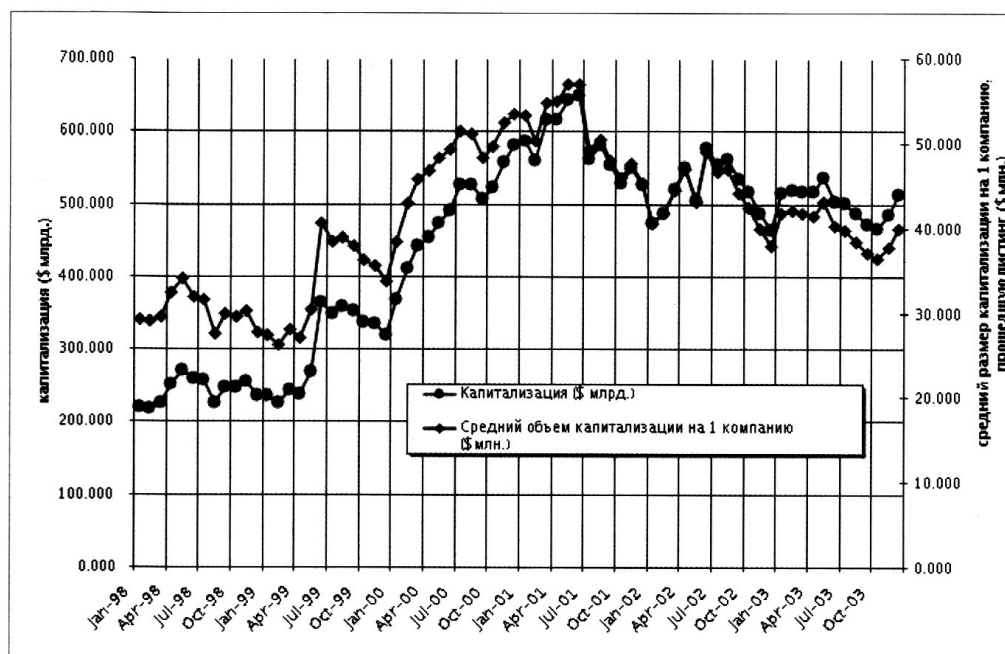


Рис. 9. Динамика общей капитализации китайского рынка и среднего размера капитализации по компаниям, прошедшим листинг, за 1998—2003 гг.

Источник: Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая, CRSC

Таблица 11

Динамика основных показателей работы Шанхайской и Шенженской фондовых бирж за 1998—2003 гг.

Показатель	Биржа	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Капитализация (\$млрд)	Shanghai	360.106	306.443	333.356	325.354	176.103	129.806
	Shenzhen	152.872	156.647	192.490	255.600	143.608	107.257
Объем торгов акциями (\$ млрд)	Shanghai	255.965	211.643	290.657	395.149	221.410	156.923
	Shenzhen	140.287	140.660	203.073	373.553	-	139.750
Изменение композитных индексов	Shanghai	-1.33%	-17.50%	-	-94.60%	+ 19.2%	-
	Shenzhen	+14.02%	+33.10%	-25.10%	-	-31.0%	-10.0%
Изменение индексов «голубых фишек»	Shanghai Const. Ind.	+ 1.21%	-16.90%	-	-	-	-
	Straits Times	-0.81%	-17.40%	-	-	-	-
<i>Источник:</i> Всемирная федерация бирж							

150 тыс. компаний. Правительство планирует передать их в управление местным властям, наделив последних полной свободой действий. Вероятно, эти компании постепенно будут выставляться на продажу, наполняя национальный рынок и обеспечивая поступательное движение капитализации. При создании фондового рынка в Китае был допущен целый ряд серьезных промахов.

Во-первых, рынку повредила осторожность государства, которое очень медленно приватизировало акционерные компании. В результате в 1999—2001 гг. на рынке спрос значительно превышал предложение. Было много желающих купить акции, в основном среди населения. За это время в Китае появился целый класс инвесторов — физических лиц, которые ходят на биржу как на работу.

Своего апогея популярность инвестирования в акции достигла в 2001 г. Эксперты утверждают, что на тот момент в КНР акции были переоценены, и по некоторым эмитентам спрос на них превышал предложение в 35—40 раз. В такой ситуации адекватно определить стоимость бумаги было невозможно, поэтому переоцененные акции начали непрерывно падать в цене. Государство не захотело далее раздувать «мыльный пузырь» рынка и не пошло на массовую приватизацию компаний.

Во-вторых, в последние годы аналитики в один голос указывают на снижение прибыльности китайских компаний. В первую очередь это вызвано переизбытком иностранных инвестиций. Прямые инвестиции очень быстро вводят в строй новые производственные мощности. Менеджеры перестают следить за предельной полезностью таких мощностей, поскольку иностранные инвесторы зарабатывают в КНР в основном за счет низкой стоимости труда. Поэтому большинство компаний, подсевших на иностранные инве-

стиции, имеют огромный запас прочности к срокам реализации.

Примером таких «проколов» в 2003 г. стала автомобильная промышленность. К декабрю на китайских складах скопилось автомобилей на 22 млрд юаней. Конечно, затор в реализации предполагалось устранить за счет экспорта, но длительное время это была нереализованная доходность для компаний. Прямые иностранные инвестиции как бы замещают функции фондового рынка, обеспечивая достаточный приток капитала, поэтому у компаний нет необходимости в создании активного рынка акций.

В-третьих, рост прямых иностранных инвестиций привел к плавному снижению роли портфельных инвесторов, а значит, к увеличению доли мажоритарных акционеров, что, конечно же, способствовало ухудшению практики корпоративного управления. В стране, где коррупция признана официальным злом, где каждый день выносятся смертные приговоры коррупционерам (чиновникам, высокопоставленным инсайдерам, банкирам), корпоративное управление не может быть хорошим.

Три года назад в Китае был принят национальный кодекс корпоративного управления. В местной прессе не принято писать о коррупции, граждане страны узнают о ней уже из криминальной хроники и обвинительных приговоров суда. Большинство инвесторов недовольны существующей системой корпоративного управления. Интересно, что мелкие инвесторы согласны с принятым кодексом, однако отмечают, что в механизме контроля за инсайдерами нет четкости.

Тема качества корпоративного управления часто поднимается при обмене опытом между российскими, украинскими и китайскими портфельными инвесторами. И она понятна всем. Часто приходилось видеть, как наши китайские коллеги согласно кивают голо-

Основные выпуски депозитарных расписок китайских компаний, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже или NASDAQ, по состоянию на 14.02.2004 г.

Название компании	Дата регистрации	Отрасль	Депозитарий*
Aluminium Corporation of China	05.12.2001	Горнометалл.	BONY
China Eastern Airlines	30.01.1997	Авиатранспорт	BONY
China Life Insurance	17.12.2003	Страхование	BONY
China Petroleum & Chemical	18.10.2000	Энергетика	CITI
China Southern Airlines	24.07.1997	Авиатранспорт	BONY
China Telecom	06.11.2002	Телеком.	BONY
Sinopec Beijing Yanhua Petrochemical	20.06.1997	Энергетика	BONY
Sinopec Shanghai Yanhua Petrochemical	01.07.1993	Энергетика	BONY
China Unicom	16.06.2000	Мобильная связь	BONY
China National Offshore Oil	19.02.2001	Энергетика	MGT
CTIP. Com International**	12.12.2003	Техн. сектор	BONY
Geangshen Railway	01.05.1996	Транспорт	MGT
Huaneng Power Int.	19.08.2003	Энергетика	BONY
Jiling Chemical Industrial	01.05.1995	Химия	BONY
Netease. Com**	29.06.2000	Техн.сектор	BONY
Yanzhou Coal Mining	27.03.1998	Энергетика	BONY
China Mobile	16.10.1997	Мобильная связь	BONY
Petrochina	30.03.2000	Энергетика	BONY

Источник: The Bank of New York

* BONY — The Bank of New York, CITI — Citibank, MGT — Morgan Guarantee Trust

** — эмитенты, торгуемые на NASDAQ

вой, слушая рассказы о безобразиях в российских нефтяных компаниях или в украинском горно-металлургическом комплексе, как они с горечью восклицают, что эта проблема посткоммунистического общества им знакома не понаслышке. Китайские биржевики давно не чувствовали состояния стабильного роста, о чем свидетельствует динамика композитных индексов двух фондовых бирж, а также поступательное снижение капитализации (табл. 11).

И хотя с композитными индексами дела обстояли не так уж плохо, на фондовой бирже Шеньдженя объемы торгов за три последних года снизились на треть. Причина такого снижения — в слабости «голубых фишек». Индекс Straits Times в 2002 г. упал на 17,4%. В 2003 г. изменения были близки к нулю, в секторе голубых фишек наблюдался застой, это вызвало разочарование у портфельных инвесторов и привело к снижению биржевой капитализации. Несмотря на солидные объемы капитализации торговых площадок, в Международной федерации фондовых бирж обе китайские биржи долго держали в разделе «прочие рынки».

Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CRSC) не сидела сложа руки. С 1991 г.

акции в КНР разделили на два класса: А и В. К акциям класса В отнесли бумаги, которые номинированы в юанях, но котируются в долларах. Торговый оборот по акциям класса В за 2002 г. составил примерно по 10 млрд юаней на одну биржу.

На самом деле правительство КНР и CRSC не ставили перед собой цели создать какие-то специальные инструменты, привязанные к доллару. При постоянном валютном курсе в этом не было нужды. Акции этого класса стали продуктом экономической стратегии правительства. Это был своего рода эксперимент: отобрали 100—150 эмитентов и решили построить для них специализированный рынок, точно такой же, как на Западе.

Для эмитентов акций класса В CRSC создала свою систему раскрытия информации. За некоторыми эмитентами — на западный манер — даже были закреплены аналитики. И хотя в Комиссии уверяют, что этот рынок обладает повышенным уровнем безопасности, но на всякий случай предупреждают, что не несут никакой ответственности за убытки, возникшие в результате использования информации из системы раскрытия.

Очевидно, что ни система раскрытия, ни сам бир-

жевой рынок в КНР не обладают теми рыночными характеристиками, которые являются признаками развитого рынка. Видимо, поэтому правительство Китая избрало новый поворот в своей стратегии и стало заниматься приватизацией крупных компаний за рубежом.

Китай еще в начале 90-х годов объявил о своих планах продавать корпоративизированные государственные предприятия на международных рынках. Такие планы абсолютно реальны, поскольку уже немало китайских компаний нашли свое место на американском, например, рынке. Еще год назад мы насчитывали более 35 зарегистрированных выпусков депозитарных расписок. Из них 18 были зарегистрированы таким образом, что могли торговаться на биржевом рынке США (табл. 12). Американские инвесторы и инвестиционные институты очень плотно опекают молодые китайские компании. В частности, ни один из выпусков депозитарных расписок не достался Deutsche Bank Group. Обратим внимание на отраслевую структуру выпусков: это не только сырьевые компании, тут есть интернет-провайдеры, торгуемые на NASDAQ, телекоммуникационные и транспортные компании.

Настоящий бум на Нью-Йоркской бирже вызвал первичное размещение акций China Life Insurance Co. Биржевые аналитики утверждают, что ценность таких компаний, как эта, — в возможности их доступа на рынок потребительских услуг в стране с населением в 1,3 млрд человек с постоянно растущими доходами. Поэтому спрос на акции китайских компаний в США далек от сырьевого снобизма, характерного сегодня для рынка АДР. Большое будущее на западных рынках сами китайцы предрекают технологическим компаниям по выпуску бытовой техники. Они сейчас формируют сеть представительств по всему миру и скоро могут стать брэндами не хуже, чем корейские Samsung или LG.

Еще на уровне регистрации сферы влияния уже распределены между JP Morgan Chase, Citigroup и Merrill Lynch. Из 35 выпусков на Европу было ориентировано только 3, остальные китайские эмитенты предпочли американский рынок.

Все это подталкивает крупные инвестиционные банки на рынок Китая. В прошлом году инвестиционные банкиры буквально выстроились в очередь, чтобы поучаствовать в размещении госпакета акций Строительного банка Китая. За право реализовывать пакет акций стоимостью в \$5 млрд боролись Merrill Lynch, Deutsche Bank, Morgan Stanley, Lehman Brothers и др. А поборотся было за что: комиссия составляла примерно полмиллиарда долларов.

Аналитики предупреждают, что имущества КНР хватит на всех. Один из азиатских экспертов привел

весьма экстравагантное сравнение: «Китай будет продавать в ближайшие 10 лет столько, что инвестиционным банкирам незачем суетиться, это все равно, что пытаться напиться из пожарного шланга».

Стратегию Китая по приватизации через расписки и продажу акций на западных рынках можно считать правильной. Возможно, правительство потерпело бы еще 20—30 лет, лелея надежды на национальный фондовый рынок. Но обстоятельства складываются так, что медлительному «китайскому дракону» нужно ускорять реформы. Парадокс, но получается, что КНР собирается реформировать свою экономику, воспользовавшись институциональными и рыночными благами своего идеологического и экономического соперника.

Выходя на западные рынки, Китай может даже не строить национальную систему раскрытия информации, ведь эмитенты, выпустившие расписки третьего уровня, уже регулярно отчитываются перед Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Отчетность нерезидентов перед SEC гораздо более содержательна, чем у американских эмитентов. Требования к раскрытию информации эмитентами-нерезидентами на американском рынке гораздо выше. Эта отчетность, выполненная по международным стандартам, может предоставляться и внутренним инвесторам.

Более того, эти компании подпадают под федеральный закон Сарбейнса-Оксли и должны выполнять жесткие требования NASDAQ и NYSE в отношении качества корпоративного управления. Так что через несколько лет мы сможем воочию удостовериться, что США влияют на развитие фондового рынка Китая так же, как и на европейские рынки в 90-е годы, когда эмитенты из этого региона массово выходили на американские биржи. Сейчас правительство КНР само себя загоняет в жесткие рамки, реализуя на международных рынках акции компаний через депозитарные расписки, автоматически выстраивая систему корпоративного управления в этих компаниях по американским стандартам.

Внешне это все похоже на анекдот времен перестройки в СССР, в котором предлагалось заплатить американцам, чтобы те построили капитализм в России. Сейчас китайцы успешно реализуют на практике эту аморфную идею, с той лишь разницей, что платить за китайские госпакеты придется американским инвесторам.

Дальнейшая интеграция КНР в мировой рынок капитала приведет к становлению национального фондового рынка Китая. Вероятно, его емкость (капитализация) будет расти вместе с ростом благосостояния населения. Уже через 3—5 лет мы станем свидетелями рождения проамериканской фондовой модели, адаптированной к высокой роли государства.

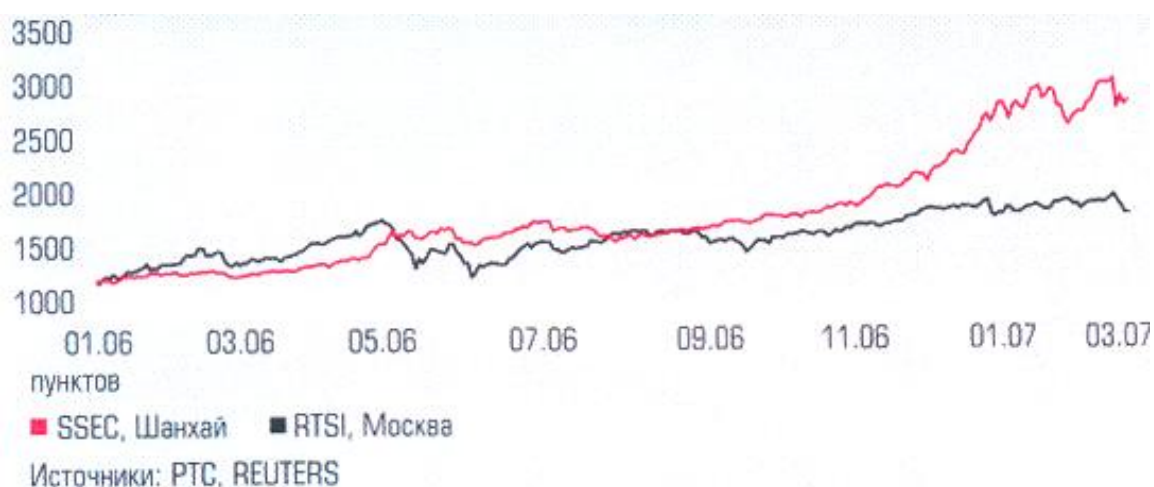


Рис. 10. Китайский фондовый рынок рос гораздо быстрее российского [39]

В то же время массовая продажа китайских госпакетов акций в США ослабит разногласия, возникшие между правительствами двух стран по поводу валютного курса юаня к доллару. Через некоторое время американская общественность уже не сможет единогласно осуждать сильный юань. Портфельные инвесторы будут заинтересованы в постепенной девальвации юаня в долгосрочном периоде. Именно поэтому сегодняшнюю политику КНР экспорта госпакетов акций можно связать с усиливающимся давлением Вашингтона на самостоятельность валютной политики Пекина.

Но при любом раскладе платежный баланс Китайской Народной Республики в ближайшие несколько лет не пострадает. Похоже, что экспортные потоки от товаров будут заменены потоками от реализации корпоративных прав.

27 февраля 2007 г. на мировых фондовых биржах случился очередной «черный вторник». Сначала почти на 9,5% рухнул китайский рынок, затем спад перекинулся на Европу, а далее — на США, где индекс Доу—Джонса за день потерял 3,29%. Обвал затронул и Россию: индекс РТС за два дня упал почти на 6% — с 1970,77 до 1858,14 пункта. Но в середине кризисной недели наметились первые признаки стабилизации. Так что повторения кризиса 1997—1998 гг. не произошло. Тем более, что подоспели позитивные для фондового рынка новости: военная операция США против Ирана стала казаться все более вероятной [30]. Однако 27 февраля 2007 г. индекс Shanghai Composite потерял почти 9%, или более 100 млрд долл., капитализации [39]. Это оказалось самым глубоким падением с 1997 года. Практически немедленно за падением рынков в Шанхае и Шеньчжэне коррекция разной степени интенсивности началась почти везде — от Японии до США. В первый же день «черной неде-

ли» капитализация американского фондового рынка уменьшилась более чем на 600 млрд долл. — худший день американских торгов с 11 сентября 2001 г. Падение рынка в Китае было вызвано резким — на 140% — ростом фондового рынка с начала года, что породило опасения по поводу фондового пузыря (рис. 10).

Всего на этой февральско-мартовской неделе 2007 г. со вторника по пятницу глобальный фондовый рынок капитала потерял около 2 трлн долл. капитализации (представьте, что за неделю «сгорели дотла» российский и китайский рынки — их суммарная капитализация как раз и тянет примерно на два триллиона). В Китае началась дискуссия о необходимости повысить процентные ставки, усложнить выдачу кредитов и ввести налог на доход с капитала [40]. Когда информация об этих мерах просочилась на рынок, инвесторы решили не рисковать и зафиксировать прибыль. Вечером накануне обвала индекс Shanghai Composite впервые в истории закрылся выше символической отметки 3000. Для многих инвесторов это послужило сигналом для фиксации прибыли. В среду, на следующий день после китайского «черного вторника», курс доллара на мировом рынке вырос — ушедшие с азиатских фондовых рынков деньги были вложены именно в американскую валюту, а не в европейскую, не в юань и не в иену. Это поставило в тупик аналитиков, ожидавших продолжения падения доллара, наблюдавшегося в середине февраля 2007 г. после заявления экс-главы ФРС США Алана Гринспена, предрекнувшего завершение цикла роста деловой активности в экономике США и начало рецессии в последние месяцы 2007 г. Этот призыв инвесторов к осторожности спровоцировал снижение индекса Доу—Джонса 20 февраля 2007 г. на 0,1% и, возможно, также повлиял на последующие события на Шанхайской бирже, особенно на столь нервную реакцию

рынков развитых стран на китайский обвал. В России в конце февраля 2007 г. доллар упал по отношению к рублю до отметки 26,1366. Так дешево американская валюта не стоила с ноября 1999 г. Однако в течение недели падение доллара остановилось. Больше всего аналитики оказались удивлены тем, насколько резко на китайские события отреагировали мировые рынки. Ведь на Китай приходится всего 2% глобальной капитализации. А фондовый рынок КНР обычно является «тихой гаванью», поскольку более половины его капитализации приходится на банки и страховые компании, работающие лишь на внутреннем рынке. По оценкам некоторых экспертов, Китай выступил в качестве повода, а не причины происходящего на глобальных фондовых рынках. Он привел к активизации действия целого ряда других факторов — от переоцененных активов на многих рынках до растущих опасений по поводу состояния американской экономики.

В течение последних семи месяцев до марта 2007 г. фондовые рынки по всему миру росли очень быстро. С мая 2006 г. на фондовых рынках не наблюдалось коррекции, в результате чего на финансовых рынках образовалось слишком много рисков. Именно эти риски привели к волатильности первых дней марта 2007 г. Большинство аналитиков ожидало, что период высокой волатильности рынков может продлиться несколько недель — самые большие скачки ожидаются на развивающихся рынках, включая Россию. Однако после перегруппировки активов (падение на фондовом рынке сопровождалось ростом на рынках облигаций) к концу марта финансовые рынки, по прогнозам, стабилизируются. Российский фондовый рынок «похудел» на неполные 9% (по индексу РТС) и потерял 70 млрд долл. капитализации. Однако к концу кризисной недели падение практически остановилось, а площадка ММВБ закрылась в «кризисную» пятницу с небольшим плюсом к четвергу. По оценкам аналитиков, падение российского рынка должно было ограничиться максимум 15—20% и не повторить глобальной коррекции мая-июня 2006 г., когда рынок упал на 30%. Более того, некоторые российские акции, особенно из нефтегазового сектора, выглядели существенно переоцененными.

Вероятно, в ближайшем будущем американцы задумаются над тем, так ли на самом деле важна для них проблема сокращения дефицита торгового баланса с КНР и стоит ли допускать китайских эмитентов на свой организованный рынок, открывая им не только доступ к неограниченным ресурсам, но и к технологиям, на которых построен рынок.

Обвал на китайском фондовом рынке стал максимальным за последние 10 лет. Формальным поводом для спада послужило объявленное властями КНР

ужесточение регулирования финансовых рынков и денежной политики в стране. 26 февраля правительство Китая одобрило создание специальной комиссии по борьбе с нелегальными инвестициями, чтобы предотвратить перегрев фондового рынка. Кроме того, Народный банк Китая с 25 февраля 2007 г. в пятый раз с июля 2006 г. повысил ставку отчислений в фонд обязательных резервов (ФОР) — теперь до 10%.

Опасность раздувания пузыря на китайском фондовом рынке очевидна давно. За полгода (конец 2006 — начало 2007 г.) китайские фондовые индексы взлетели в два раза, а отношение капитализации рынка к совокупной годовой прибыли превысило 30. Перекоп явный. Причем российские специалисты говорили об этом открыто, проводя соответствующие параллели: еще 2 февраля глава ФСФР Олег Вьюгин призвал россиян при покупке акций «проявлять бдительность» и предостерег от «китайского синдрома» [30]. Участники российского фондового рынка постепенно приходят в себя после эмоционального срыва начала 2007 г. и осознают, что ничего неожиданного и катастрофического пока не произошло. Высказываются следующие версии: «Китайские индексы снизились на слухах о том, что правительство КНР собирается охладить местный фондовый рынок. Обсуждались разные версии: правительство собирается ввести налог на прибыль, полученную на фондовом рынке, ограничить приток иностранных инвестиций или сократить количество банков, которые смогут брать у Центробанка Китая кредит под ставку рефинансирования. На всех этих слухах индекс Шанхайской фондовой биржи, достигший к этому времени 3000 пунктов, рухнул на 9%. Многие игроки не выдержали напряжения и поспешили зафиксировать прибыль. Это послужило поводом и для остальных рынков начать движение вниз. Не стоит сбрасывать со счетов и прогнозы бывшего главы ФРС США Алана Гринспена, который дал понять, что экономика США находится на грани рецессии. Не блестящими оказались и статистические результаты США. Например, данные по росту ВВП США в четвертом квартале 2006 г. оказались хуже прогнозов. Ожидался рост на 3,5% к аналогичному периоду 2005 г., но на деле он составил только 2,2%, что послужило поводом для дальнейшего снижения американских фондовых индексов. Время коррекции назрело, так как рынок США и развивающиеся рынки достаточно перегреты» [30].

«Были опубликованы не очень хорошие макроэкономические данные по США. В частности, покупки товаров длительного пользования оказались ниже, чем ожидалось. На этом основании аналитики стали делать предположения, что темпы развития экономики США замедлятся. Это моментально негативно

сказалось на рынках Латинской Америки и Китая. Мы находимся в общем тренде, поэтому нынешняя коррекция затронула и отечественный фондовый рынок. Однако в перспективе я не вижу какой-то серьезной угрозы для нашего рынка» [30].

Однако не все участники рынка были спокойны. Наблюдая активную фиксацию прибыли без одновременного открытия длинных позиций, игроки задавались вопросами о судьбе своих вложений. Не исключено, конечно, что институциональные инвесторы просто решили переждать кризис. Косвенно это подтверждается и тем фактом, что отток капитала из России в начале марта 2007 г. не вырос. С другой стороны, долго сидеть «в деньгах» и нести потери из-за инфляции и валютных рисков инвесторы тоже не будут. Аналитики полагали, что ситуация прояснится к середине марта: «Ожидать скорого восстановления котировок российских бумаг было бы слишком оптимистично, так как обвал мировых рынков оставил заметный след не только в котировках, но и в ожиданиях участников торгов. Российский рынок снизился более чем на 6% за две торговые сессии, причем наибольшие потери понесли «голубые фишки», что характерно на ранних этапах коррекции. События в Китае послужили лишь поводом для начала продаж акций на развитых рынках, прежде всего в США.

В поисках более надежных активов инвесторы переводили средства из акций в бумаги с фиксированной доходностью, спровоцировав значительный рост котировок американских казначейских облигаций. Неизбежность коррекции после непрерывного повышения индекса Dow Jones на протяжении более девяти месяцев диктовалась не только техническими факторами, но и опасениями по поводу стабильности экономического роста. До падения более чем на 3% американский рынок снижался на протяжении пяти дней, находясь под давлением слабых экономических показателей. На основе уже поступивших за январь и февраль индикаторов экономисты прогнозируют еще более слабые темпы роста в 2007 году. Заметные изменения произошли и в оценках денежно-кредитной политики ФРС. Согласно котировкам фьючерсов на американские казначейские бумаги вероятность двух снижений учетной ставки в этом году сейчас повысилась до 83% с 62% неделей ранее.

Последствия глубокого замедления роста в США окажут негативное влияние на российский рынок, однако в среднесрочной перспективе фундаментальные факторы вряд ли существенно изменятся. Наиболее пристальное внимание игроков будет приковано к динамике цен на нефть, которые сегодня держатся в районе \$60 за баррель. В ближайшие дни возможен краткосрочный рост котировок акций в рамках техни-

ческого отскока после коррекции, однако говорить о скорой смене настроений преждевременно» [30].

Аналитики инвестиционной компании «Атон» рассуждали: «На китайских биржах сформировался очевидный пузырь, за день до начала продаж он достиг своего исторического максимума. Обвал китайского рынка всех смел в одну кучу. После него уходить в минус начали остальные emerging markets, коррекция коснулась и США. Из-за различий в часовых поясах для российского фондового рынка коррекция растянулась на два дня. Сперва российские инвесторы реагировали на Китай, потом еще и на США.

Если российский фондовый рынок устоит на текущих уровнях, то он станет очень привлекательным для входа инвесторов. Цены на нефть растут, но парадокс в том, что пока это никак не отражается на нефтяных «фишках» и тем более — на других акциях. На текущий момент произошло разведение цен на нефть и цен на нефтяные бумаги. И для такой ситуации у меня пока нет объяснения. По сути, сейчас российский рынок находится без поддержки. В такой ситуации мы можем выдержать еще несколько дней, падая на 2 — 3% ежедневно. И с каждым днем отечественный рынок будет становиться все более привлекательным для того, чтобы «подбирать» подешевевшие акции. Если же ситуация не стабилизируется к середине следующей недели, то надо будет ставить более глобальные вопросы: не связано ли это с выводом инвесторами денег из emerging markets, или инвесторам разонравился именно российский рынок? Сейчас заметно, что на российский фондовый рынок пришло много продавцов. Сырьевые бумаги активно продаются, но непонятно пока, что становится с выведенными с рынка деньгами» [30].

Если сравнивать нынешнюю ситуацию на фондовом рынке с типичной для общемировой коррекции, существенным отличием стоит признать то, что падение фондовых индексов мало повлияло на сырьевые цены. Например, цены на золото пережили падение почти до недельного минимума, но затем быстро восстановились. Цены на нефть потеряли больше 1 долл. за баррель, но затем также восстановились. По данным на 01.03.2007 г., цена фьючерсов на нефть марки Brent составляла 60,93 долл. за баррель — как будто и не было никакого мирового обвала.

Еще удивительнее то, что не упали мировые цены на никель. Ведь крупнейшим мировым потребителем этого металла является как раз Китай. После ликвидации за один день почти 140 млрд долл. спекулятивного капитала на китайских биржах спрос и цены на этот металл явно должны были упасть. Однако они даже не дрогнули. Примерно так же вели себя и цены на другие цветные металлы: небольшое падение в мо-

мент пика коррекции, затем быстрое восстановление и стабилизация.

Ситуация начала 2007 г. в корне отличалась от того, что было в 1997 г. Тогда спад на азиатских биржах вызвал одновременное падение спроса и мировых цен на сырье (в частности, на нефть Brent до 11 — 12 долл. за баррель). Дальше последовали стагнация и мировой экономический кризис с памятными дефолтами. Сложившаяся ситуация представляется серьезной, но отнюдь не катастрофической. Например, по сообщению пресс-секретаря американского Белого дома, о «чрезвычайной биржевой ситуации» было доложено президенту Бушу. Причем глава американского казначейства Генри Полсон после закрытия торгов 27 февраля 2007 г. лично побеспокоил президента США телефонным звонком. Генри Полсон отказался сообщать детали разговора, заявив лишь, что «за ситуацией следят финансовые советники Буша», а «экономика США вполне здорова» [30]. Такая реакция уже сама по себе вселяет оптимизм. Хотя, конечно, и не объясняет сохранения мирового спроса на сырье.

Приводились и другие объяснения. По оценкам некоторых экспертов, гораздо лучше высокий уровень цен на нефть объясняет эскалация конфликта между США и Ираном. Громкие воинственные заявления обе стороны делают уже несколько лет. Однако на сей раз декларации могут перерасти в реальные боевые действия. С декабря прошлого года США начали переброску в район Персидского залива авианосных группировок. Большой корабль один не ходит, поэтому режим боевого ожидания одной авианосной группировки стоит в среднем около 50 млн долл. в день. В режиме применения оружия цена вопроса возрастает до 200 млн долл. в день из-за расходования дорогостоящих боеприпасов. Вряд ли такие средства будут тратиться лишь на устрашение. Вполне возможно, что вопрос уже следует ставить не о том, будет ли война, а о том, когда она начнется. Если это так, то поведение инвесторов и игроков становится понятным. Война — это всегда рост цен на сырье. А война в нефтяном регионе — рост очень быстрый. С этим соглашаются все эксперты. «Теоретически блокада нефтяного пролива, к которой апеллирует Иран, вызовет скачок цен на нефть. Но это не значит, что российскому рынку станет от этого лучше. Обострение ситуации вокруг Ирана обострит и геополитическую обстановку в целом. И мы получим не только растущие цены на нефть, но и глобальную политическую нестабильность, в первую очередь — в Израиле и США. А это вряд ли благоприятный фактор для фондовых рынков» [30].

Ведущий портфельный управляющий UFG Asset Management Светлана Ле Галль предупреждала: «Пока

в цене на нефть не заложена военная премия. Поэтому в случае эскалации конфликта можно ожидать роста цен на нефть. Рост зависит от ожиданий рынка по продолжительности и масштабам конфликта. Что касается российского рынка, то надо учитывать, что на данный момент основная масса в индексе российского фондового рынка приходится на акции нефтегазового сектора. Так что, с одной стороны, можно ожидать, что с ростом цен на нефть индекс пойдет вверх. С другой стороны, такие чрезвычайные события побуждают инвесторов выходить из рискованных активов, поэтому можно ожидать продажи акций на всех развивающихся рынках. Вместе с тем в последнее время Россия являлась одним из наиболее устойчивых среди развивающихся рынков. Поэтому эффект такой распродажи будет кратковременным. Поскольку речь идет о конфликте в стране одного из основных мировых поставщиков нефти, то в первую очередь рост затронет акции нефтяных и нефтесервисных компаний, а следом будут подтягиваться поставщики и других энергоресурсов... Ситуация в Иране, безусловно, остается фактором риска. Если будут приняты какие-то силовые решения по Ирану, то цены на нефть пойдут вверх. Очевидно, что Россия от этого окажется в выигрышной ситуации... Напряженная ситуация в Иране подстегивает рост цен на нефть. Понятно, что российские нефтяные бумаги от этого только выиграют. А если нефтяные «фишки» пойдут наверх, то они вытянут за собой весь остальной рынок. Пока же российский рынок достаточно нервный. Заметно, как в такой нестабильной ситуации инвесторы выводят с рынка деньги. Скорее всего, это временное явление, так как цены на нефть держатся на высоких уровнях» [30].

Аналитик Номос-банка Александр Митус уверен: «В случае конфликта США с Ираном цена на нефть вырастет, причем серьезно. Частично влияние напряженности в связи с иранской ядерной проблемой уже отразилось на росте котировок нефтяных фьючерсов. Мы оцениваем рост этих цен как минимум в 10—15%. \$70 за баррель — вполне реальная цена на нефть в случае конфликта. Российский рынок благодаря этому может быстро завершить коррекцию и приготовиться к дальнейшему росту. Вместе с тем у иностранных инвесторов есть опасения относительно возможного активного участия России в урегулировании иранского конфликта. Это политический риск, способный затормозить их приход на наш рынок. Так что рост российского рынка акций может пойти более низкими темпами и будет определяться политическими шагами, предпринимаемыми руководством страны. В случае войны в Иране акции бумаг нефтяных компаний станут инструментом для спекулятивно на-

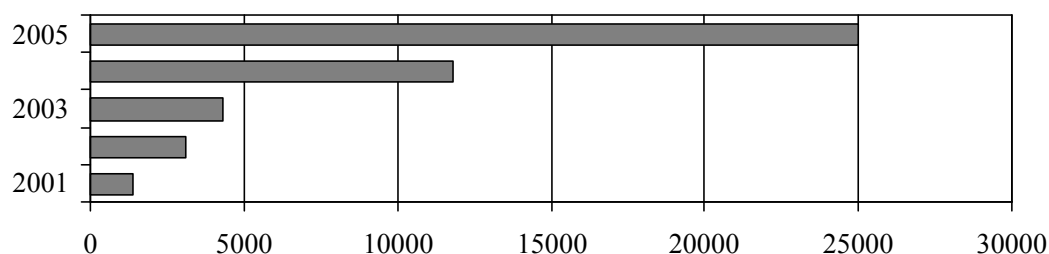


Рис.11. Динамика капитализации фондового рынка Украины (млн долл.)³

строенных участников рынка. Портфельным же инвесторам в этом случае предпочтительнее перевести средства в активы схожих по масштабам компаний металлургии и электроэнергетики» [30].

10. Возможно ли повторение кризиса азиатского типа на фондовых рынках постсоветских стран на данном этапе его развития?

Для ответа на поставленный вопрос необходимо сравнить показатели предкризисного развития рынков корпоративных прав стран азиатской «пятерки» и текущее положение дел на их фондовых рынках. Согласно классификации рейтингового агентства Standart & Poor's постсоветские страны отнесены к группе Frontier markets². Кроме России и Украины, в указанную группу входят еще 20 стран — Болгария, Латвия, Литва, Румыния, Словакия, Словения, Хорватия, Эстония и др.

За пять лет (2001—2005 г.) капитализация отечественного рынка ценных бумаг возросла более чем в восемнадцать раз и в конце 2005 г. составляла 24975,6 млн долл. (рис. 11). Для сравнения: в конце 1993 г., который характеризовался стремительным ростом формирующихся рынков, капитализация фондового рынка Филиппин равнялась 40148,2 млн долл. [12].

В 2005 г. Украина впервые заняла по показателю капитализации первое место в группе Frontier, значительно опередив Румынию (20587,9 млн долл. США); четыре украинских предприятия⁴ впервые были включены в перечень 50 крупнейших предприятий группы Frontier. По уровню роста индекса S&P/IFCG (+52,8%) в 2005 г. Украина уступила только Румынии (+61,09%) [18].

По данным ПФТС, в I квартале 2006 г. капитали-

зация фондового рынка Украины возросла до 34,6 млрд долл. и достигла уровня 40% ВВП, тогда как для развивающихся стран среднее значение данного показателя составляет 30%. Управляющий инвестиционными и пенсионными фондами ОАО «КИНТО» В. Ботте считает, что «... в действительности расчеты ПФТС завышены и Украина не достигла уровня в тридцать процентов ВВП, названного средним. Скорее всего, учитываются все листинговые компании, хотя по многим из них реальной торговли не ведется» [19, с. 20]. Аналитики склоняются к тому, что в настоящее время большинство украинских корпораций недооценены из-за низкого уровня корпоративного управления. По их мнению, переоцененными являются лишь «голубые фишки» и банковские облигации. Существует точка зрения, согласно которой чем менее представлен сектор в ПФТС, тем больше вероятность того, что компании из него будут недооценены.

По состоянию на 01.01.2005 г. в собственности нерезидентов находилось 21,8% акций украинских эмитентов на общую сумму 27,6 млрд грн. Сумма накопленных прямых и портфельных инвестиций в экономику Украины на конец 2005 г. составляла 26502 млн долл. В структуре накопленных портфельных инвестиций (9191 млн долл.) преобладают вложения в долговые обязательства (8395 млн долл., или 91,3%) [20, с. 68—67]. Для сравнения: сумма портфельных инвестиций в экономику стран азиатской «пятерки» за 1993—1996 гг. составила 123615 млн долл. Анализируя данные, приведенные в табл. 13, можно сделать вывод о том, что в настоящее время украинский рынок ценных бумаг не достиг такого уровня развития, который позволял бы прогнозировать наступление на нем крупномасштабной и длительной корректировки курсов акций.

² Frontier markets — рынки, которые являются небольшими по сравнению с другими формирующимися рынками. Для информирования инвесторов о ситуации на указанных рынках S&P ежемесячно рассчитывает индекс — IFCG Frontier Comp. Для перехода Украины на следующие уровни мировых рейтингов необходимы скоординированные действия, направленные на улучшение параметров рынка — ликвидности, прозрачности, открытости для иностранных инвестиций, увеличения капитализации рынка.

³ Составлено по данным годовых отчетов Первой Фондовой Торговой системы (ПФТС) [18].

⁴ ОАО «Укрнафта», ОАО «Нижнеднепровский трубопрокатный завод», ОАО «Укртелеком» и ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича».

**Показатели развития фондовых рынков стран ЮВА накануне кризиса
и текущее положение дел на фондовом рынке Украины⁵**

	Украина*	Южная Корея**	Малайзия	Таиланд
Капитализация на конец периода, млн долл.	24975,6	139583,9	219758,7	127473,7
% ВВП	30,13	40	329	105
Среднемесячный объем торговли акции, млн долл.	54,99	17664,0	12379,6	7399,8
Ликвидность рынка, %	2,6	151,9	67,6	69,7
Изменение фондового индекса, %***	35,69	27,7	98,0	88,4

* Данные по Украине за 2005 г.

** Данные по Южной Корее, Малайзии и Таиланду приведены за 1993 г., в котором образовался «мыльный пузырь» на фондовых рынках стран ЮВА (рис. 2).

*** Для Украины — 2005/2004, стран ЮВА — 1993/1992.

Следует отметить, что рынок ценных бумаг Украины очень чутко реагирует на внутренние политические события (табл. 14). Поэтому правительству «антикризисной коалиции» необходимо помнить о том, что «в мире инвестиций существуют такие понятия, как «мода на страну» или мода на «инвестиционный товар». Модное, по умолчанию и без глубоких оценок, признается интересным и доходным. Однако впоследствии «модность» играет злую шутку: яркий пример — страны Юго-Восточной Азии и Россия в кризисном 1998 г. В этот момент происходит массовое и быстрое отрезвление. Иностранные инвестиции убегают из вышедшей из моды страны со сверхсветовой скоростью. Так что для Украины сначала нужно выжать максимум возможностей из новых денег, а затем подготовиться к их оттоку, который, впрочем, вряд ли произойдет ранее 2007 г.» [21, с. 49].

Долго удерживаться на максимуме не удастся — и не только бурно развивающемуся фондовому рынку. В конце февраля — начале марта 2007 г., как уже отмечалось выше, все фондовые рынки мира накрыла волна коррекции. Провокатором выступил Китай. Во вторник 27 февраля 2007 г., опасаясь жестких санкций со стороны финансового регулятора против местных участников рынка, инвесторы стали сбрасывать акции китайских компаний и банков. Ведущие индексы страны рухнули на 9%. В результате капитализация китайского рынка снизилась на 140 млрд долл., что стало крупнейшим дневным падением за последние 10 лет. В 1997 г. поводом для снижения стали слухи о кончине неформального лидера Китая Дэн Сяопина. Отметим, что только за последние полгода

фондовые индексы Китая удвоились, а накануне рекордного падения они достигли исторических максимумов.

Крушение фондового рынка одной из крупнейших мировых экономик спровоцировало волну продаж на других рынках. Фондовые индексы стран Азии, Европы, Америки снизились 27 февраля 2007 г. на 1—4%. Причем на ряде рынков падение продолжалось и на следующий день. Однако оно определялось уже не китайским рынком, который отчасти компенсировал обвал, а неадекватным падением американского рынка. Значительное снижение индекса Доу—Джонса во вторник (27.02.2007 — на 3%), по мнению экспертов, было вызвано не столько падением китайского рынка, сколько техническими причинами, в том числе ошибками трейдеров.

Участники рынка отмечают, что падение рынка в Китае вызвало отток инвесторов с рынков развивающихся стран, в том числе из России. Причем за эти два дня российский рынок пострадал больше остальных: снижение индекса РТС составило 5,7%. В среду (28.02.2007.) объем торгов оказался рекордно высоким за последние 10 месяцев, достигнув 180 млн долл. Но в четверг (01.03.2007.) снижение российского рынка продолжилось, хотя оно было уже не таким резким. Тем не менее участники рынка посчитали, что повода для масштабной коррекции на российском рынке нет. Он уже падал в самом начале 2007 г., отреагировав на резкое снижение нефтяных цен на мировом рынке. Однако с тех пор цены на углеводородное сырье восстановили свои позиции. И к концу 1 квартала 2007 г. держались возле комфортной отметки 60

⁵ Составлено по данным Мировой федерации фондовых бирж, МВФ и ПФТС [12; 13; 18].

Хронология влияния событий «оранжевой революции» на фондовый рынок Украины [18]

Этапы	Влияние на фондовый рынок Украины
Начало президентской кампании	3 июля 2004 г. — официальный старт президентской кампании. Зарегистрировано 24 кандидата на пост главы государства. Финансовый рынок не отреагировал на старт президентской гонки.
Первый тур голосования	31 октября — первый тур выборов. Весь октябрь на рынке доминировал «бычий» тренд. 10 ноября — объявлены окончательные результаты первого тура: Виктор Ющенко победил с незначительным преимуществом и стал лидером президентской гонки. За период с 1 октября по 10 ноября индекс ПФТС вырос на 28,5%.
«Оранжевая революция»	21 ноября — второй тур голосования. Победитель (по данным ЦИК) — Виктор Янукович. 22 ноября — 3 декабря — массовые выступления против фальсификации результатов президентских выборов в Украине. Большинство членов ПФТС выступило с обращением к украинскому народу, Президенту, КМУ и ВРУ, в котором была провозглашена позиция несогласия с решением ЦИК по результатам выборов Президента. С 22 ноября по 1 декабря индекс ПФТС, впервые за свою историю, не рассчитывался в связи с обусловленным революционными событиями падением ликвидности рынка; на фондовом рынке приостанавливаются торги. Причина — отсутствие котировок на покупку и продажу наиболее ликвидных бумаг из списка ПФТС. 1 и 3 декабря — переломный момент как для всей страны, так и для фондового рынка Украины. Вынесение парламентом вотума недоверия правительству, действия НБУ, направленные на предотвращение краха банковской системы, оказали позитивное влияние на фондовый рынок Украины. После провозглашения решения Верховного Суда о пересмотре результатов второго тура голосования индекс ПФТС впервые превысил уровень 200 пунктов.
Третий тур голосования	26 декабря — проведение повторного голосования второго тура президентских выборов. 27 декабря — по предварительным результатам голосования, лидирует Виктор Ющенко. 31 декабря — Виктор Янукович заявляет об отставке с поста премьер-министра Украины. По результатам года индекс ПФТС вырос более чем в три раза, достигнув при этом исторического максимума — 260,13 пунктов. По данным Standart & Poor's, индекс S&P/IFC-Украина вырос на протяжении 2004 г. на 170,33% до 114,35 пунктов (лучший показатель роста среди развивающихся рынков в 2004 г.).
Инаугурация нового Президента Украины	11 января 2005 г. — оглашены окончательные результаты выборов — Президентом Украины избран Виктор Ющенко. 23 января 2005 г. состоялась инаугурация нового Президента Украины. С 27 декабря 2004 г. по 24 января 2005 г. индекс ПФТС вырос на 24%. Значительный рост индекса ПФТС являлся реакцией недооцененного на протяжении длительного времени фондового рынка на изменение политической ситуации в стране.

долл. за баррель, что было близко к максимальным уровням этого года.

11. Выводы.

В результате анализа событий на фондовых рынках азиатских стран, наиболее пострадавших от финансового кризиса, можно сделать следующие выводы:

1. Азиатский кризис наглядно показал, что положительная динамика макроэкономических показателей не всегда отражает реальную экономическую ситуацию в стране.

2. Факторы, предопределившие кризисное состояние фондовых рынков стран ЮВА, можно подразделить на внутренние и внешние.

Внешними факторами являются:

- высокая мобильность международного капитала;
- политика международных финансовых институтов, навязывающих либерализацию финансовых рынков странам, которые не готовы к ней в силу ряда объективных причин;
- рост курса доллара и ухудшение конъюнктуры экспортных рынков накануне кризиса.

К внутренним факторам относятся:

- недостаточно развитая система финансового контроля;
- государственная политика, которая способствовала притоку финансовых ресурсов в финансово-промышленные группы при отсутствии надлежащего контроля за эффективным использованием заемных средств;
- исключительно высокая доля краткосрочной внешней задолженности;
- ухудшение финансового состояния корпораций;
- сохранение фиксированного валютного курса при завышенном курсе национальной валюты.

3. Важнейшей причиной обострения кризисных явлений на рынках ценных бумаг стран ЮВА стала девальвация национальных валют, которая началась в июле 1997 г. Передача «кризисной инфекции» была обусловлена «стадным поведением» инвесторов в условиях резкого изменения биржевой конъюнктуры.

4. Фондовый кризис в странах ЮВА носил региональный характер и был предвестником системного финансового кризиса. Фондовые рынки развитых государств, пережив кратковременный спад в результате финансовых потрясений в странах ЮВА, стали расти еще более высокими темпами в связи с притоком капитала с формирующихся рынков, что подтверждает «эмпирическую правильность» Н.Д. Кондратьева.

5. Проведенное исследование банковских кризисов и зарубежного опыта их преодоления позволило определить следующее. Во-первых, страхование банковских депозитов должно носить ограниченный,

экономически обоснованный характер, в случае банкротства банка вкладчики должны терять часть своих средств. Это должно стимулировать их осмотрительность при избрании банковского учреждения и позволит сосредоточивать банковские ресурсы в преимущественно надежных банках. Во-вторых, ослабление банковского надзора возможно лишь в условиях стабильности, медленного роста банковской системы. В случае быстрого наращивания банковских активов надзор должен быть более жестким. В-третьих, необходимо ограничивать количество корпоративных ценных бумаг в инвестиционных портфелях банков (особенно — учредителей), поскольку они не только несут повышенный риск, но и позволяют скрывать некоторые проблемы банковских учреждений. В условиях глобализации финансовых рынков стабильности национальных банковских систем будут способствовать процессы консолидации банковского капитала. Однако государство должно контролировать движение иностранного капитала на национальные рынки.

6. В эпоху глобализации мировой экономики фондовые рынки развивающихся стран обречены на постоянно повторяющиеся кризисные явления. Это связано:

- во-первых, с хронической потребностью в финансовых ресурсах с целью реализации модели «догоняющего развития»;
- во-вторых, с поспешной либерализацией рынков капиталов развивающихся стран, навязываемой международным финансовым сообществом;
- в-третьих, с высокой степенью мобильности международного капитала, основная часть которого сосредоточена в развитых странах;
- в-четвертых, с заинтересованностью ряда крупнейших институциональных инвесторов в поддержании неустойчивости на фондовых рынках развивающихся стран, позволяющей им получать сверхприбыли.

7. В современных условиях глобализации финансовых рынков можно утверждать, что чем сильнее степень интеграции формирующегося рынка в мировой фондовый рынок, тем выше вероятность наступления кризиса на нем.

8. Несмотря на жесточайшую критику МВФ со стороны мирового сообщества, ни одна из развивающихся стран и стран с переходной экономикой, оказавшись в кризисном положении, не может обойтись без его помощи.

9. С целью предотвращения подобного рода кризисных явлений на фондовом рынке Украины необходима разработка системы индикаторов безопасности фондового рынка.

10. Возвращаясь к перспективам использования концепции К.Фримэна применительно к России, Ук-

раине и Белоруссии, проведенное исследование дает возможность высказать следующее. Концепция техно-экономической парадигмы может подсказать правильные методы для усовершенствования своей экономики и перехода на более высокую стадию развития. Среди положительных примеров, когда менее развитые страны сумели догнать группу высокоразвитых государств, можно назвать Финляндию, которая это сделала в период смены техноэкономической парадигмы в 80-х гг. XX в. и Ирландию в 90-х гг. XX в.

Эта концепция может быть использована также сравнительно развитыми странами СНГ — Россией, Украиной и Белоруссией. С ее помощью можно попытаться предугадать смену техноэкономической парадигмы и подсказать правильные методы для усовершенствования своей экономики и перехода, через открывающееся на начинающейся восходящей волне очередного кондратьевского цикла, «окно возможностей» на более высокую стадию развития. Среди новых инновационных отраслей, на которых могут специализироваться упомянутые страны для модернизации своей экономики, можно назвать, в первую очередь, нано- и биотехнологии. В отличие от, например, уже широко распространенных информационно-телекоммуникационных технологий барьеры входа в отрасли применения нано- и биотехнологий сейчас ниже, что позволяет многим странам участвовать в «пожинании плодов» от использования на практике новой техноэкономической парадигмы. Нано- и биотехнологии позволяют получать выгоду от экономии на разнообразии (economies of scope) — производства широкого ассортимента товаров с использованием схожих технологий. Тем не менее для успешного перехода на новую техноэкономическую парадигму необходимо иметь определенный научный и образовательный потенциал, которым упомянутые страны располагают, способный конвертировать свои знания в инновации, а инновации в производство.

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. **Воротин В.** Азиатська 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 Ук-

- раїни, 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 статики 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. 41. **Малявина А.В.** и др. Лизинг и антикризисное управление. — М., 2002. — 366 с. 42. **Маренков Н.Л., Касьянов В.В.** Антикризисное управление. — М.—Р.-н-Д.: Феникс, 2004. — 346 с. 43. **Руденко Ю., Янікін С.** Шляхи поширення світових фінансових криз та сучасні механізми їх запобігання // Ринок цінних паперів України. — 2006. — №5—6. — С. 3—10. 44. **Ларинова И.В.** Реорганизация коммерческих банков. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 368 с. 45. **Мишкін Ф.С.** Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. — К.: Основи, 1998. — 516 с. 46. **Офіційний сайт** Федеральної корпорації страхування депозитів США // www.fdic.gov. 47. **Шимкович В.** Резкое движение // Банковская практика за рубежом. — 2002. — №10. — С. 34—41. 48. **Леонтьева Е.** «Большой взрыв» в банках Японии // НБЖ. — 2005. — №4. — С. 14—17. 49. **Офіційний сайт** Банку Японії // www.boj.or.jp/en/index.htm. 50. **Офіційний сайт** Німецького федерального банку // www.bundesbank.de. 51. **Циганова Н.В.** Сучасні банківські кризи та зарубіжний досвід їх подолання // Зовнішня торгівля: право та економіка. — 2007. — № 2. — С. 129 — 135.