



Искусство реформ

Применение выводов из трактата Сунь-цзы к финансовым рынкам Азии

Эндрю Шэн

На фотографии сверху показан коллаж, составленный из глиняных фигур воинов Сянь и китайских шашек.

АЗИЮ, которая является одним из самых быстрорастущих регионов мира и имеет самый высокий уровень сбережений, по-видимому, ждет блестящее будущее. Однако через девять лет после кризиса в Восточной Азии финансовые рынки региона не решили полностью своих проблем, связанных с неэффективным посредничеством и низким качеством управления рисками. Хотя в Азии существует большинство условий для продолжения необходимых реформ, продвигались они медленно. Одна из причин заключается в том, что субъективная, построенная на личных взаимоотношениях экономика стран Азии была эффективной в условиях ее закрытости, но сегодня это уже не так. Глобализация изменила правила игры: на страны с открытой экономикой распространяются требования прозрачных международных стандартов поведения, повышающих сопоставимость и подотчетность.

Снижение рыночной капитализации компаний вследствие финансового кризиса привело к ошеломляющим потерям на азиатских фондовых рынках. С пикового уровня в 1989 году по август 1998 года, на который, как считается, пришлась низшая точка кризиса, объем фондового рынка Японии сократился, согласно оценкам, примерно на 2,4 триллиона долларов США, или 53,3 процента ВВП Японии в 1997 году. За период с 1996–1997 годов по август 1998 года другие фондовые рынки Восточной Азии также потеряли 1,4 триллиона долларов США, или 65,9 процента общего ВВП этих стран, не считая потерь банковской системы в результате списания необслуживаемых ссуд и сформированных ре-

зервных фондов, а также потерь, вызванных резким падением цен на недвижимость.

Позитивное влияние кризиса выразилось в том, что он подтолкнул крупные изменения в финансовой системе Азии. Однако для укрепления позиции Азии в качестве одного из ведущих участников мировой экономики предстоит проделать еще огромную работу. Как специалист, на протяжении последних 30 лет активно вовлеченный в реформы финансового сектора в Азии, я попытаюсь описать возможную стратегию реформы, основываясь на выводах из трактата китайского стратега, жившего в пятом веке до нашей эры. Такого рода стратегические инструменты для управления преобразованиями обычно используются в ходе реформ корпораций, но до сих пор не применялись при проведении реформ финансовой системы.

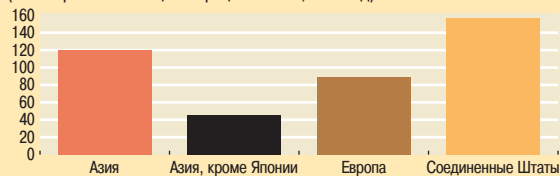
Текущее состояние финансовой системы Азии

На долю Азии приходится 55 процентов мирового населения, приблизительно треть мирового ВВП, рассчитанного по паритету покупательной способности, и четверть мирового экспорта, но лишь 13 процентов объема глобального рынка акций. Размеры сбережений в регионе, которые на протяжении двух последних десятилетий в среднем составляли примерно 30 процентов ВВП, проявляются в совокупном объеме финансовых активов Азии (определяемых как сумма банковского кредита частному сектору, капитализации фондового рынка и совокупного объема выпущенных и непогашенных облигаций), которые в 2004 году составляли

Роль, не соответствующая весу?

Если не учитывать Японию, рынок облигаций в Азии по-прежнему является весьма узким.

(Объем рынка облигаций в процентах ВВП, 2004 год)



Источник: расчет автора.

примерно 300 процентов ВВП, что в целом близко к величине финансовых активов в Европе и США.

Вместе с тем по ряду аспектов финансовая система Азии отличается от систем в Европе и США. (Азия в данном контексте включает Индию, Индонезию, Китай, Корею, Малайзию, САР Гонконг, Сингапур, Таиланд и Японию). Во-первых, в ней *доминируют банки* (см. таблицу): банковский кредит частному сектору составляет 108 процентов ВВП, что лишь немногим меньше, чем в Европейском союзе, где этот показатель равен 125,3 процента. Хотя с точки зрения капитализации фондовые рынки Азии достаточно велики и по емкости сопоставимы с европейскими фондовыми рынками (в обоих случаях их объем составляет примерно 75 процентов ВВП), в действительности они являются значительно более узкими, чем в ЕС и США. Это объясняется тем, что, если исключить из расчетов Японию, объем рынков облигаций азиатских стран оказывается равным лишь 45 процентам ВВП, то есть в два раза меньше рынков облигаций ЕС (см. рисунок).

Во-вторых, *доминирующую роль в Азии играют экономика и финансовая система Японии*, на которые в 2004 году приходилось 52 процента ВВП и 64 процента совокупных активов всей финансовой системы Азии. Иными словами, экономика Японии почти в два раза крупнее экономики остальных стран Азии, вместе взятых. Поскольку финансовый рынок Японии преимущественно является внутренним рынком и господствующее положение на нем тоже занимают банки, даже международные финансовые центры САР Гонконг и Сингапура не могут компенсировать тот факт, что Азия не играет в глобальном масштабе той роли, которая бы соответствовала ее весу. Ответственность за нынешнее состояние финансового посредничества в Азии ложится на Японию, страны с наиболее крупными рынками Китай и Индию, новые промышленные страны Азии, а также на членов Ассоциации стран Юго-Восточной Азии.

Преобладающая роль банков

Азия по-прежнему слишком сильно зависит от банковского финансирования.

(В процентах ВВП)

	Банк. депозиты		Рынок акций		Рынок облигаций	
	1990	2004	1990	2004	1990	2004
Китай	75,6	177,8	н.а.	40,3	8,5	29,4
САР Гонконг	205,6	299,3	107,2	486,3	1,5	28,3
Индия	31,4	51,1	10,4	48,4	19,9	31,7
Индонезия	29,8	38,9	4,4	24,9	0,4	24,1
Япония	100	120,5	121,7	73,2	85,9	181,6
Корея	32,6	68,8	48,2	56,1	34,1	74,9
Малайзия	52,1	88,7	100,7	152,6	69,8	89,3
Сингапур	74,3	104,4	95,8	149	27,8	58,6
Таиланд	56,8	79,7	29,2	72,3	9,7	38,9
Германия	53,8	96,7	21,7	42,2	51,6	80,3
Соед. Королевство	87,8	115,0	85,2	123	36,8	43,9
Соед. Штаты	59,6	58,8	57,5	131,6	122	157,2
Европа	42,1	86,8	52,3	72,1	65,9	88,8

Источники: данные СЕИС; Всемирный банк, база данных по финансовому сектору (февраль 2006 года).

Примечание. «н.д.» означает «нет данных».



В-третьих, *уровень институционального развития небанковского сектора в Азии ниже, чем в Европе и США*. Квалифицированные специалисты для работы на рынке инновационного капитала и в страховой отрасли по-прежнему привлекаются из Лондона или Нью-Йорка. Несмотря на улучшение практических навыков управления фондами, крупнейшие учреждения, связанные со сбережениями договорного характера, обычно управляются государственным сектором в соответствии с консервативными и ориентированными на внутренний рынок инвестиционными стратегиями. Например, активы учреждений контрактных сбережений в Малайзии и Сингапуре, двух наиболее развитых секторах контрактных сбережений в Азии, составляют лишь 60–80 процентов ВВП, по сравнению с более чем 160–180 процентами в большинстве стран Европы и 100 процентами в США (Musalem and Tressel, 2003). И хотя рынок облигаций Японии, объем которого равен 190 процентам ВВП, является одним из крупнейших рынков в промышленно развитых странах, держателями значительной части этих долговых обязательств являются Почтовая служба Японии и национальные финансовые учреждения. Стратегии, характеризующиеся несклонностью к риску, приобретением ценных бумаг для длительного хранения и внутренней ориентацией, ведут к тому, что азиатские рынки долговых обязательств и производных инструментов являются не столь ликвидными и емкими, как рынки других промышленно развитых стран.

В-четвертых, несмотря на высокий уровень сбережений в Азии, *ее финансовая система отличается изменчивостью и подвержена огромным потерям стоимости*, частично в связи с ее структурными недостатками. До начала кризиса в Азии показатели отношения цены к доходам на фондовых рынках, как правило, превышали уровни развитых рынков, что объяснялось небольшими объемами публичных выпусков и жестким контролем рынков со стороны семей или тесно сросшихся между собой компаний, что препятствовало приобретению контрольных пакетов сторонними лицами или иностранными структурами. К тому же, фондовые рынки Азии обычно были спекулятивными и чаще задействовались для того, чтобы использовать запасы акций для «двойного леввериджа» в качестве обеспечения банковских ссуд в целях концентрации контроля, чем для привлечения средств непосредственно от индивидуальных инвесторов и рассредоточения акционерной собственности.

Уроки кризиса

В результате финансового кризиса 1997–1998 годов руководители стран Азии поняли важность взвешенных мер макроэкономической политики и надежного управления рисками для защиты от несоответствия валютной структуры активов и обязательств и сроков их погашения, а также надлежащего корпоративного управления и надзора. Задним числом пришло понимание, что развитие рынков капитала было важно для достижения следующих четырех ключевых целей экономической политики.

- **Надлежащее распределение ресурсов.** Цель состоит в том, чтобы уменьшить зависимость от банковской системы, в которой ссуды были краткосрочными или предоставлялись в иностранной валюте.

- **Более точное выявление цен.** Спреды по риску и отношения цен к доходам должны отражать международные контрольные показатели. Они не должны быть ни слишком низкими, ни слишком высокими, что отражало бы аномалии или искажения внутреннего рынка, которые способствуют проведению арбитражных операций и спекуляций.

- **Рациональное управление рисками и недопущение морального риска.** Это позволило бы участникам рынка из частного

и государственного секторов, в том числе финансовым посредникам, ответственным и прозрачным образом управлять своими рисками, чтобы избежать неожиданностей на рынке.

• **Надлежащее корпоративное управление и прозрачность рынка.** Эффективность рынка основывается прежде всего на уверенности индивидуальных инвесторов в том, что структуры, привлекающие средства (в форме акций, долговых обязательств или производных инструментов), заслуживают их доверия.

Кризис в Азии также вызвал серьезные изменения в международном плане, до неузнаваемости изменив международную финансовую архитектуру. Форум по финансовой стабильности, созданный в 1999 году, регулярно оценивает успехи в области мониторинга финансовой стабильности и, вместе с международными финансовыми организациями, в рекомендательном порядке призывает страны к принятию базовых международных стандартов (в области бухгалтерского учета, корпоративного управления и прозрачности в бюджетно-налоговой сфере и в денежно-кредитной политике). Международные финансовые учреждения укрепили свой потенциал в области реализации программ оценки финансового сектора и оказания технической помощи. А к 2003 году ведущие ученые и специалисты финансового сектора пришли к согласию относительно элементов, необходимых для действенного функционирования рынков капитала. К числу этих элементов относятся: биржи и клиринговые и расчетные системы, чтобы обеспечить возможность торговли, и механизмы денежного рынка, чтобы облегчить проведение расчетов; правовая система, чтобы обеспечить исполнение договоров; своевременная информация о финансовой устойчивости и перспективах развития стран; а также корпоративное управление, которое вселяет в инвесторов уверенность в том, что их средства не будут потрачены впустую или украдены.

Настало время для активизации реформы

Актуальность реформы финансовых рынков в Азии в настоящее время обусловлена как внутренними, так и внешними причинами. Разработчики экономической политики в странах Азии признают, что отсутствие емких и ликвидных рынков капитала сдерживает рост эффективности национальной экономики. Активные рынки акций могут помочь в улучшении корпоративного управления многих компаний, особенно государственных, подвергнув их испытанию рынком. Емкие и ликвидные рынки облигаций и производных инструментов необходимы как для финансирования долгосрочной социальной инфраструктуры, так и для улучшения качества денежно-кредитного и валютного регулирования.

Тот факт, что в настоящее время валютные резервы стран Азии на сумму в 2,1 триллиона долларов США размещены на рынках США, свидетельствует не только о более высокой эффективности рынков за пределами Азии, но и о неспособности азиатских рынков эффективно освоить внутренние сбережения. Учитывая сравнительную молодость экономики стран Азии с обширными вкраплениями бедности, потребность в инвестициях для развития социальной инфраструктуры должна быть огромной, однако внутренние рынки капитала и посредники не имеют практических возможностей обеспечить финансирование этих нужд.

Что касается внешних факторов, то ввиду возрастающей роли Азии в мировой экономике и Соединенные Штаты, и Европа оказывают давление на азиатские страны, призывая их ввести более гибкие курсовые режимы для урегулирования глобальных дисбалансов. Никому не хотелось бы, чтобы возможное изъятие упомянутых выше огромных валютных резервов дестабилизировало глобальные рынки. И никто не спорит, что сильный и устойчивый рынок капитала в Азии

стал бы важным элементом глобальной финансовой сети, а слабый рынок капитала и менее надежная инфраструктура источником системных рисков.

В Азии существуют практически все условия для быстрого продвижения необходимых реформ. В регионе нет недостатка в сбережениях или в технологиях и квалифицированных специалистах, которые требуются для создания аппаратного и программного обеспечения и инфраструктуры современных финансовых рынков. Международные финансовые организации готовы предоставлять консультации, разработаны и распространены глобальные стандарты, а иностранные финансовые компании с нетерпением ждут возможности оказать помощь в построении финансовых рынков. Даже последовательность реформ в целом понятна: начать следует с создания активного денежного рынка как предпосылки формирования валютного рынка и рынка государственных долговых обязательств, а затем — формировать рынки корпоративных долговых обязательств, акций и ценных бумаг, обеспеченных активами, а после этого — рынки сложных производных инструментов (см. Karacadag, Sundrarajan, and Elliot, 2003). Кроме того, существует схема продвижения реформаторами политических и институциональных реформ, необходимых для повышения эффективности и устойчивости внутренних рынков.

При этом растет понимание, а вместе с ним и разочарование в отношении того, что реформы финансового сектора с большим трудом поддаются реализации и требуют больше времени, чем представлялось. Несмотря на изначальную политическую волю, после снижения угрозы кризиса прогресс в Азии замедлился; в отдельных странах, возможно, произошел даже откат некоторых реформ назад.

Почему же прогресс по-прежнему носит столь фрагментарный и неравномерный характер? Для этого есть множество причин, в том числе отсутствие согласия относительно возможных темпов реализации реформ, противоречивые рекомендации в области экономической политики и недовольство корпораций ростом сложности регулирования и затрат на соблюдение норм, которые действуют как барьеры для конкуренции и вхождения в рынок.

Предлагаемая парадигма реформ

После многих лет борьбы за реформы, включая изменения законодательства, создание институтов и реструктуризацию, я стал понимать, что проводить реформы финансового сектора по частям недостаточно. Необходимо рассматривать их в совокупности или даже подходить к ним с целостной политико-экономической точки зрения. Опираясь на идеи китайского военного стратега Сунь-цзы, жившего в пятом веке до нашей эры, чей трактат «Искусство войны» входит сегодня в списки обязательной литературы в школах бизнеса, я хотел бы предложить подход к реформам финансовых рынков Азии.

Зачем опытному специалисту в области регулирования обращаться к древней истории? Читая Сунь-цзы в оригинале на китайском языке и применяя современные концепции управления и регулирования, я стал осознавать, что его представления были более тонкими и глубокими, чем это можно предположить, судя по прямолинейному английскому переводу. В вопросах социального поведения и институциональной конкуренции или конфликта, крайним проявлением которого является война, результат определяется качеством управления. Сунь-цзы считал, что в основе решения всех вопросов ведения войны (или принятия решений в условиях неопределенности) лежат пять ключевых факторов стратегического расчета: нравственный порядок, небо, земля, полководец/руководство и закон/дисциплина. Как можно применить эти концепции к современным рынкам?



Во-первых, рынки конкурируют между собой, и участники отдают предпочтение одному рынку перед другим исходя из того, насколько справедливым представляется им отношение к ним рынка (вопрос нравственности). Участники склоняются к выбору рынков, характеризующихся прозрачностью, защитой прав собственности и низкими транзакционными издержками. Неудивительно, что некоторые формирующиеся рынки с высокой степенью защиты монополистической практики страдают от низкой ликвидности, слабого доверия к рынкам, высоких транзакционных издержек и бегства капитала.

Во-вторых, концепция неба олицетворяет риски, связанные со сроками и трендами, которые не поддаются контролю. Все реформы несут элемент риска и неопределенности, поэтому реформатор должен взвешивать риски и возможности и определять тактику, процедуры, правила и принципы, соотнося их со сроками и условиями. Управление рисками, качество информации и оценка риска и возможностей — составные части управления проектами, от самого малого проекта до макроуправления финансовыми реформами.

В-третьих, концепция земли касается оценки ресурсов, материально-технического обеспечения и существующей обстановки. Реформы следует разрабатывать с учетом размеров рынка и наличия ресурсов (человеческих, интеллектуальных, финансовых и политических). Крупные, географически рассредоточенные рынки и более мелкие, компактные рынки требуют разных подходов к проведению реформ. Необходимо со стратегических позиций взвесить силу утвердившихся групп с узконаправленными интересами.

В-четвертых, концепция полководца или руководителя — это трудноуловимое качество, которое определяет качество управления социальными институтами. Недавняя история реформ изобилует примерами того, как несостоятельные руководители безрассудно растрачивали потенциал реформ, а компетентные специалисты успешно проводили финансовые реформы в практически невозможных условиях. Нередко иностранные фирмы оказываются полезными союзниками, способными предложить технологию, профессиональные знания и доступ к рынкам, повышающие доверие к внутренним рынкам и их эффективность. Разумеется, они же являются и будущими конкурентами в рыночной игре. Внутренние реформы должны обеспечивать сложный баланс между потворствованием националистическим эмоциям, которые могут блокировать реформы, и привлечением достаточно большого числа талантливых иностранных специалистов и конкурентов, с тем чтобы рента, извлекаемая из существующих привилегий и утвердившегося положения определенных групп, не принимала эксплуататорский характер. Это — очень тонкие компромиссы, которых должны добиваться хорошие руководители.

Наконец, закон и дисциплина относятся к структуре стимулов на рынках. Дискуссии относительно корпоративного управления показали, что изменения законов и кодексов не обязательно влекут за собой изменения корпоративного поведения; требуется обеспечить правоприменение. Аналогичным образом, недавние исследования показали, что для изменения системы регулирования бюрократия должна быть способна согласовывать интересы с целями. В отсутствие надлежащих стимулов чиновники могут встать на путь узурпации функций регулирования, бездействия или коррупции, что не позволит достичь ни социальных, ни рыночных целей.

Применение выводов Сунь-цзы на практике

Как можно было бы применить стратегические расчеты Сунь-цзы к современной системе? Я считаю, что рынки являются социальными системами, которыми необходимо управлять.

Участники рынков озабочены прежде всего следующими вопросами:

- воспринимаемая *справедливость* рынка;
- уровень *прозрачности* — располагают ли участники рынка достаточной информацией, чтобы оценить эффективность и соответствие нормам в отношении поставки частных товаров и общественных благ с точки зрения защиты их прав собственности;
- глобальные стандарты, с которыми сравниваются эффективность и соответствие нормам, чтобы иметь возможность оценить *подотчетность* такого управления;
- проблемы управления, которые могут привести к *систематическому смещению* результатов. Искажения стимулов, такие как моральный риск, недостаточное правоприменение, слабость конкуренции и административные злоупотребления, могут стать причиной огромных убытков на рынках, вызывая либо бегство капитала, либо финансовый крах и кризис.

Учитывая значимость прозрачности и справедливости, я полагаю, что Азия должна принципиально изменить свою установку. Это означает, что ей следует перейти от субъективной, основанной на личных взаимоотношениях экономики к экономике, основанной на правилах. Экономика, основанная на личных взаимоотношениях, занимает господствующее положение, когда отсутствуют четкие правила и прозрачность. В прошлом страны с формирующимся рынком не могли подняться до уровня международных стандартов, поскольку им не доставало технических знаний, ресурсов и квалифицированных специалистов, чтобы конкурировать на международной арене. Когда экономика этих стран была относительно закрытой, азиатские рынки могли функционировать в условиях замкнутых родственных групп и элит, поддерживаемых крупными привилегиями.

Азия может осуждать глобализацию за то, что она выявила ее внутренние слабые места, но если она не поднимется до международных стандартов эффективности и рыночного поведения, ей придется винить только саму себя, поскольку большая часть убытков, обусловленных разрывом между фактическим и потенциальным уровнем эффективности или производства, ляжет на плечи ее граждан. Бремя финансовых кризисов обычно несут малоимущие и слабые. Богатые могут себе позволить себе хеджирование в рамках управления рисками.

Сегодня, в условиях глобализации и с появлением Интернета, никаких оправданий не осталось. Международная организация комиссий по ценным бумагам, Базельский комитет по банковскому надзору, Международная ассоциация органов страхового надзора, Совет по международным стандартам бухгалтерского учета и ОЭСР определяют стандарты, по которым МВФ будет оценивать национальную экономику стран и с которыми он будет сравнивать ее в рамках Программ оценки финансового сектора. Как внутренние, так и глобальные инвесторы будут использовать эти оценки, а также публикации кредитных рейтинговых агентств и других международных аналитических изданий, чтобы составить собственное мнение о качестве управления рынками в Азии. Кроме того, у них может возникнуть желание вспомнить афоризм Сунь-цзы: кто знает конкурента и самого себя, тот выигрывает в глобальном состязании. ■

Эндрю Шэн — бывший председатель Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга, в настоящее время — приглашенный профессор по Фонду Тун Исмаил Али в Малазийском университете и доцент Высшей школы экономического управления Университета Синьхуа.