

# Более емкие рынки, более дешевый капитал

**Реформы в финансовом секторе могут способствовать уменьшению стоимости капитала, увеличению инвестиций и достижению равновесия в Азии**

*Санджай Калра*

**М**ЕЖДУНАРОДНЫЕ дебаты по поводу дисбаланса рынков сосредоточены в основном на теме «избыточных» сбережений в Азии. Центральное место в таких обсуждениях чаще всего занимает Китай. Однако баланс между сбережениями и инвестициями в других странах, особенно членах Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН), включая Индонезию, Малайзию, Филиппины и Таиланд, также привлекают внимание.

Что же происходит в Азии: она слишком много накапливает или слишком мало инвестирует? Правильный ответ зависит от типа экономики: одним нужно уменьшить сбережения, а другим нужно увеличить инвестиции. Однако меры по устранению дисбаланса подойдут для большинства стран. В недавнем исследовании (Kalra, 2010; Oura, 2008) высказывается мнение, что инвестиции в некоторых странах Азии — в частности, расходы фирм на капитальные вложения — были бы выше, если бы реформы финансового сектора смогли уменьшить стоимость капитала и обеспечить более эффективное распределение капитала. Это смягчило бы дисбалансы.

## Более устойчивые системы

До сих пор экономика стран Азии легче переживала последний экономический спад по сравнению с предыдущими мировыми кризисами. После кризиса 1997 года финансовое состояние азиатских фирм значительно улучшилось. Соотношение между заемными и собственными средствами корпораций снизилось, а их рентабельность и ликвидность повысились. Показатели уязвимости также существенно улучшились, и вероятность дефолта в корпоративном секторе ниже, чем десять лет назад. Таким образом, есть свидетельства более устойчивой практики управления финансами корпораций и стабильности ряда азиатских стран, которые поразил кризис. Финансовые системы в регионе также стали более прочными. В частности, за последнее десятилетие улучшились финансовые показатели банковских систем. Поэтому сегодня страны Азии могут увеличить инвестиционные расходы, чтобы удовлетворить возросший спрос, связанный с изменением баланса в пользу внутренних источников роста, и извлечь максимальную выгоду из подъема мировой экономики.

Как страны Азии будут использовать эту возможность, отчасти зависит от того, насколько эффективно их финансовые системы могут распределить вкладываемые средства между различными инвестиционными проектами, как за счет снижения стоимости капитала, так и за счет направления средств туда, где они более всего необходимы. Реформы финансового сектора могут помочь в решении этих двух задач.

## Возможности расширения

Для финансовых систем ряда стран Азии по-прежнему характерно доминирующее положение банков, небольшие рын-

ки облигаций в национальной валюте и небольшие объемы выпуска корпоративных облигаций на этих рынках. Капитализация фондовых рынков во многих странах является довольно низкой по сравнению с развитыми странами Азии и других регионов мира. Иностранное участие на рынках акций и облигаций также весьма ограничено. К тому же и крупные колебания курсов акций, обусловленные периодическими всплесками притоков капитала, отчасти указывают на незначительную емкость и широту фондового рынка. С учетом всего вышесказанного финансовые системы ряда азиатских стран нуждаются в росте и диверсификации.

Азиатские фирмы действительно заменяют одни варианты долгового финансирования на другие, и они активно искали бы альтернативы банковскому финансированию, если бы рынки капитала были более емкими и более ликвидными. Например, в 2008 году в разгар мирового финансового кризиса в этих странах наблюдался заметный, хотя и временный, рост выпуска корпоративных ценных бумаг на рынках долговых обязательств в национальной валюте. В то время потребности этих фирм в финансировании, по-видимому, были ограниченными, и выпуск корпоративных ценных бумаг отражал переход от банковского финансирования к финансированию через рынки облигаций, с тем чтобы использовать преимущества более низких спредов (Kalra and Oner, 2010).

## Затраты на осуществление хозяйственной деятельности

В финансовых системах стран Азии имеются возможности для снижения затрат и более эффективного распределения капитала. В некоторых странах, включая Индию, Индонезию, Малайзию и Таиланд, стоимость капитала можно дополнительно снизить до уровней, наблюдаемых в других банковских системах региона (Австралия, Корея, Новая Зеландия и Сингапур). Снижение затрат на осуществление банковской деятельности может быть достигнуто посредством реформ финансового сектора, направленных на укрепление банковских балансов, сокращение необслуживаемых кредитов и улучшение качества кредитной информации. Кроме того, в таких странах, как Индонезия, структурная реформа, обеспечивающая снижение кредитного риска, — например, благодаря более четким процедурам залогового обеспечения и банкротства — также может уменьшить ставки по ссудам.

Показатели затрат в банковских системах стран отражаются на общей стоимости капитала для фирм. Простые показатели стоимости капитала четко доказывают это положение: в странах с более высокими затратами на осуществление банковской деятельности стоимость капитала обычно выше (см. рисунок). Ввиду относительно небольших размеров рынков акций и корпоративных облигаций в ряде стран Азии стоимость банковского кредита определяет стоимость капитала. Такие показатели



Финансовый район в Сингапуре.



стоимости капитала (которые учитывают стоимость акционерного и долгового капитала) построены в работе Kalra (2010) в соответствии с принципами, намеченными в Ameer (2007). Это комплексные показатели стоимости капитала в стране, включающие отношения цены к собственному капиталу, перспективы роста, процентную ставку по долгу и ставки налогов на доходы корпораций.

К тому же меры, которые уменьшают стоимость капитала, скорее всего, будут стимулировать инвестиции. Эмпирический анализ капитальных расходов на уровне фирм показывает, что затраты на финансирование являются важным детерминантом капитальных расходов: более низкая стоимость капитала соотносится с более высокими капитальными расходами фирм.

Это утверждение справедливо для целого ряда стран Азии — Индии, Индонезии, Кореи, Малайзии, Тайваня, провинции Китая, и Таиланда — и для альтернативных источников внешнего финансирования капитальных расходов, то есть долговых обязательств и инструментов участия в капитале. Кроме того, в некоторых странах (Корея, Малайзия и Тайвань, провинция Китая) капитальные расходы более чувствительны к стоимости долга, что, возможно, объясняется более высокой капитализацией фондового рынка и значительно более крупными размерами фондовых рынков по отношению к внутреннему валовому продукту.

Это утверждение справедливо для целого ряда стран Азии — Индии, Индонезии, Кореи, Малайзии, Тайваня, провинции Китая, и Таиланда — и для альтернативных источников внешнего финансирования капитальных расходов, то есть долговых обязательств и инструментов участия в капитале. Кроме того, в некоторых странах (Корея, Малайзия и Тайвань, провинция Китая) капитальные расходы более чувствительны к стоимости долга, что, возможно, объясняется более высокой капитализацией фондового рынка и значительно более крупными размерами фондовых рынков по отношению к внутреннему валовому продукту.

### Эффективное распределение

Существуют ли на азиатских финансовых рынках трения — например, высокие транзакционные затраты, осложняющие привлечение компаниями заемных средств, — которые можно устранить посредством реформ? Трения могут возникать по различным причинам, таким как институциональная структура, размер финансового рынка и информационные разрывы. Есть данные, указывающие на то, что подобные трения препятствуют эффективному распределению капитала между секторами и фирмами в Азии.

Разумеется, трения и финансовые ограничения зависят от сектора и страны, особенно по сравнению с более разви-

тыми рынками, например США, и поэтому ограничения, определяющие возможности перебалансирования, скорее всего, в разных странах неодинаковые. Кроме того, существуют и различия между сегментами финансовой системы.

Для одних стран, таких как Индия и Таиланд, есть данные о трениях в финансовом секторе в целом и о финансовых ограничениях, с которыми сталкиваются фирмы. В других странах признаки наличия финансовых трений не столь выражены. В Корею, Малайзии и провинции Китая Тайвань — странах с более емкими небанковскими сегментами — финансовые системы, по-видимому, обеспечивают более эффективное распределение капитала. В частности, рынки акций и долговых обязательств, как представляется, распределяют финансирование между секторами и фирмами лучше, чем банковские системы.

Но это относится только к фирмам, зарегистрированным на фондовой бирже, которые имеют доступ к внешнему финансированию. Вместе с тем многие фирмы — преимущественно мелкие и средние предприятия, ценные бумаги которых не котируются на бирже, — в ряде стран не имеют возможности обратиться за внешним финансированием через организованные финансовые рынки. Для этих фирм финансовые ограничения остаются острыми. Они в значительной степени зависят от внутренних источников финансирования своего роста. Можно ожидать, что реформы финансового сектора ослабят финансовые ограничения для не зарегистрированных на бирже фирм.

### Меры по реформированию

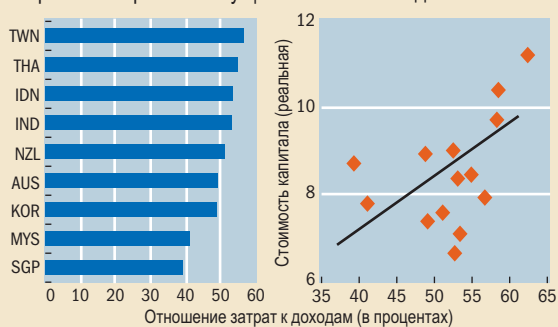
В странах Азии на национальном и международном уровнях уже реализуются инициативы по расширению и реформированию финансовых систем. Например, в Таиланде был разработан Второй Генеральный план развития финансового сектора и Генеральный план развития рынков капитала. Малайзия недавно приняла меры по дальнейшей либерализации финансового сектора и развитию исламских финансов как в банковском секторе, так и на рынках капитала. На международном уровне в 2003 году началась реализация Инициативы по развитию азиатского рынка облигаций, выдвинутой странами АСЕАН, — Китаем, Японией и Кореей (АСЕАН+3). Ее целью является создание эффективных и ликвидных рынков облигаций в Азии, которые будут способствовать использованию азиатских сбережений для инвестиций в Азии. Эта инициатива обеспечила существенное продвижение в плане содействия развитию рынков облигаций в национальной валюте. В настоящее время осуществляется объединение пан-азиатских бирж в общую сеть, призванную способствовать трансграничному передвижению капитала в регионе АСЕАН.

Подобные реформы на азиатских финансовых рынках позволяют увеличить их емкость и эффективность. Это, в свою очередь, поможет уменьшить стоимость капитала, увеличить инвестиции и установить равновесие в Азии. ■

Санджай Калра является заместителем начальника отдела Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.

### Затраты на осуществление банковской деятельности

Банковские системы некоторых стран Азии могут сократить затраты на осуществление своей деятельности.



Источник: Bankscore, Worldscope, и оценки персонала МВФ.  
Примечание. HUN — Венгрия, POL — Польша, BRZ — Бразилия, TWN — Тайвань, провинция Китая, THA — Таиланд, IDN — Индонезия, IND — Индия, MEX — Мексика, CHL — Чили, PHP — Филиппины, NZL — Новая Зеландия, AUS — Австралия, KOR — Корея, MYS — Малайзия, SGP — Сингапур.

### Литература:

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 207–38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

———, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" *IMF Working Paper 08/79* (Washington: International Monetary Fund).