

На правах рукописи

**ГУЩА НАТАЛЬЯ ВАСИЛЬЕВНА**

**Эффективность инструментов государственного регулирования структурных дисбалансов финансовых систем стран Юго-Восточной Азии**

Специальность:

08.00.14 – Мировая экономика

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва – 2017 г.

Работа выполнена в департаменте мировой экономики факультета мировой экономики и мировой политики федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры торговой политики Института торговой политики, руководитель сектора глобального экономического регулирования Департамента мировой экономики ФГАОУ ВО НИУ «Высшая школа экономики»  
**Зуев Владимир Николаевич**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, первый заместитель директора ФГБУН «Институт экономики РАН»  
**Головнин Михаил Юрьевич**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра исследования общих проблем современного Востока ФГБУН «Институт востоковедения РАН»

**Цветкова Нина Николаевна**

**Ведущая организация:** **ФГБОУ ВО «Институт стран Азии и Африки Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова»**

Защита состоится **25 декабря 2017 г. в 13:30** часов на заседании Диссертационного совета Д 212.049.11 в ФГБОУ ВО «Государственный университет управления» по адресу: 109542, г. Москва, Рязанский проспект, 99, зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВО «Государственного университета управления» и на официальном сайте ГУУ <http://www.guu.ru>. Объявление о защите и автореферат диссертации размещены на сайте ВАК Министерства образования и науки РФ <http://vak3.ed.gov.ru>.

Автореферат разослан «\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2017 г.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета Д 212.049.11  
кандидат экономических наук, доцент

А.В. Пасько

### ***Общая характеристика работы***

**Актуальность темы исследования.** В XXI в. глобализация превращается в один из ключевых факторов ускорения мирового экономического развития. Вместе с тем ее характерной особенностью становится растущая взаимосвязанность и взаимозависимость национальных экономик.

Восточноазиатский регион приобретает все большую значимость в контексте мировой экономики и международной торговли, растет и его роль в качестве диалогового партнера для России. В силу исторически сложившихся условий, а также мер государственной политики в странах ЮВА (Юго-Восточной Азии) были сформированы финансовые системы, характеризующиеся структурными дисбалансами.

По мере развития усиливается взаимосвязь экономик региона и степень интегрированности банковского сектора и фондового рынка. Финансовые же системы, содержащие структурные дисбалансы, представляют угрозу экономической безопасности, а также создают препятствия интеграции на региональном пространстве.

Вместе с тем в условиях свободного перемещения трансграничных потоков капитала возрастает нестабильность мирового финансового рынка, способствуя возникновению кризисов и их распространению на развивающиеся рынки. На фоне усиления взаимосвязей национальных систем с глобальным рынком кризисы, возникающие в отдельных странах, имеют тенденцию распространяться на другие страны, вызывая в них экономические и финансовые кризисы.

В подобных условиях становится труднее восстановить равновесие с помощью внутренней экономической политики. Все большую значимость приобретают инструменты, регулирующие не объем денежной массы в целом, а направленные на регулирование состояния финансовых рынков для предотвращения импорта дисбалансов из одной страны в другую, что особенно ярко проявляется в период мировых финансовых кризисов. Отдельные страны практически утратили свои возможности в регулировании национального рынка.

Таким образом, актуальность и практическая ориентированность темы заключается в необходимости выработке рекомендаций по регулированию национальных финансовых рынков на фоне усиливающейся глобализации и участившихся мировых финансовых кризисов.

### **Степень разработанности научной проблемы.**

В ряде работ зарубежных авторов проведены исследования финансовых систем стран Юго-Восточной Азии и мер государственного регулирования: С. Гренвилл, М. Иногучи, Д. Коул, Р. МакЛеод, М. Монтеc, Т. Трэйсорат.

Проблема формирования финансовых институтов в условиях ускоренной модернизации и мер государственного регулирования по либерализации нашла отражение в работах таких авторов, как: А. Балисакан, М. Иногучи, Д. Коул, С. Мазуяма, Р.И. МакКиннон, М.Ф. Монтес, Дж. Стиглиц, К. Тан, Т. Трэйсорат, Р. Уэйд, Т. Хеллман. Среди российских авторов в рамках этого подхода необходимо отметить работу Л.Ф. Пахомовой.

Несбалансированность финансовых систем в качестве причин азиатского кризиса 1997–1998 гг. и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. широко изучены в ряде работ зарубежных (В. Ачарья, Н.Х. Бинь, К. Бэйкер, Н. Гамильтон-Харт, К.С. Йомо, Р.Х. Маклеод, П. Понгпайчит, Х. Хилл) и российских (М. Гусев, Е.А. Канаев, В. Красильщиков, В.В. Михеев, М. Завадский, Н.С. Ноздрев, М.А. Потапов, М.Е. Тригубенко, И.С. Целищев) авторов. Необходимо отметить, что научные взгляды В. Красильщикова, К.С. Йомо и Н. Гамильтон-Харт объединяет точка зрения о том, что структурные дисбалансы существовали в финансовой системе исследуемых стран еще до азиатского кризиса. Однако, несмотря на большое количество работ в этой области, отсутствует комплексный анализ структурных дисбалансов, учитывающий новые тенденции в финансовых системах стран ЮВА.

Альтернативный взгляд на финансовые системы в качестве ключевого фактора ускоренного развития, несмотря на наличие несбалансированности, представлен в монографии под редакцией Я.М. Миркина «Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика», а также в работах З.А. Азиз и Дж.П. Уолша.

Несмотря на обилие научной литературы, ни в одной из работ не дано определение понятия «структурные дисбалансы» финансовых систем.

В связи с возросшей волатильностью рынков акций и облигаций в экономической литературе приобретает актуальность исследование факторов, которые оказывают влияние на ликвидность фондового рынка, а также взаимосвязи ликвидности банковских активов и ликвидности фондового рынка, изученные Д. Айялой, Л. Вальдеррамой, Р.И. Гойенко, Д. Иган, Р. Лагосом, А. Мартином, З. Тан, А.Д. Уховым, Х. Фриксасом, Х.С. Шин. Вместе с тем по данной тематике остается неизученным вопрос, каким образом на финансирование компаний оказывают влияние неоплаченные кредиты и краткосрочные займы.

В наибольшей степени макропруденциальное регулирование изучено для стран с развитой экономикой в работах таких авторов, как: С. Айял, О. Акинчи, М. Бухгольц, С.Р. Гош, Дж. Дагер., Г. Делл'Ариссия, Е. Золи, К. Каломирис, И. Кристенсен, Л. Лайвен, К. Лим, К.А. Мех, Дж. Олмсид-Рамсей, Л. Ратновски, Х. Тонг, Л. Чанг.

Вместе с тем гораздо меньше работ по использованию макро- и микропруденциальных инструментов регулирования финансовых систем стран ЮВА, в их числе работы И.Дж. Азиз, В. Бруно, Д. Рейнхардта, Р.В. Соуэрбаттса, И. Шим и Х.С. Шин. Все это вызывает необходимость восполнить недостаток работ по данной тематике в отечественной литературе.

В целом, на данный момент в научной литературе еще не достигнут консенсус о том, в каких условиях использование каких инструментов является наиболее эффективным (О. Акинчи и Дж. Олмсид-Рамсей; Е. Черутти, Е. Клайссенс и Л. Лайвен).

Проблемы глобального регулирования финансовой архитектуры изучены в работах С.А. Афонцева, В.Н. Зуева, С. Кошар, Д. Лесажа, И. Мамровой, В.Д. Миловинова, Я.М. Миркина, Д.В. Смылова, Л.Г. Таранковой, Л.С. Худяковой.

**Объект исследования** – структурные дисбалансы финансовых систем стран Юго-Восточной Азии (на примере Индонезии, Малайзии, Сингапура, Таиланда и Филиппин).

**Предмет исследования** – инструменты государственного регулирования структурных дисбалансов финансовых систем стран ЮВА.

**Границы исследования.** В рамках работы рассматривается преимущественно деятельность банковского сектора в его основной форме по финансированию компаний и развивающийся фондовый рынок стран ЮВА. Внимание сосредоточено на дисбалансах банковского сектора и рынков акций и облигаций.

В работе выдвигается **гипотеза** о том, что развитие национальных рынков акций приводит к смене схемы приоритетного использования модели кредитования бизнеса с банковской (*bank-based financial system*) в пользу финансовой (*market-based financial system*), как следствие, возникает необходимость адекватного регулятивного ответа, выражающегося в переходе от применения преимущественно инструментов регулирования банковского сектора к использованию инструментов регулирования рынка акций.

**Цель диссертационной работы** – выявлении эффективных инструментов регулирования структурных дисбалансов финансовых систем на национальном уровне и в оценке влияния результатов их применения на региональный и глобальный уровни управления.

В соответствии с поставленной целью в процессе исследования решаются следующие **задачи**:

- сформулировать понятие «структурные дисбалансы», создающие препятствия в функционировании национальных финансовых рынков;

- проанализировать структурные дисбалансы в динамике развития и на основе регрессионной модели оценить их влияние на банковский сектор исследуемых стран;

- обобщить международный опыт использования инструментов микро- и макропруденциального регулирования финансовых систем;

- выявить наиболее эффективные инструменты, позволяющие регулировать структурные дисбалансы финансовых систем стран ЮВА;

- проанализировать основные направления современной финансовой интеграции и меры, которые необходимо учитывать для ее успешного осуществления на региональном уровне;

- определить роль стран АСЕАН в институтах глобального управления и сформулировать дополнительные меры по финансовому регулированию, которые необходимо принимать во внимание при управлении на международном уровне.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Среди работ, которые заложили фундаментальные основы для изучения деятельности фондового рынка в отечественной литературе, необходимо выделить работы Н.И. Берзона, А.В. Галанова, Т.В. Тепловой. Закономерности развития финансовых систем, устройство фондовых рынков развивающихся стран и их роль в финансовой системе отражены в работах Б.Б. Рубцова. Для понимания структуры и тенденций развития международного финансового рынка важна работа В.А. Слепова.

Наиболее значимыми для данной работы стали исследования специалистов по развивающимся странам: С.А. Былиньяка, В.А. Красильщикова, В.А. Мельянцева, А.И. Салицкого, Г.И. Чуфрина, А.Я. Эльянова.

Теоретическую основу диссертации составили работы авторов по теории финансовой системы, а именно: Т. Бека, Р. Голдсмита, А. Гельба, А. Демиргуч-Кунта, Р. Левайна, Н. Лоайза Р. Раджана, Б.Б. Рубцова, П. Руссо, Р. Силла и Л. Зингалеса.

Теоретической основой исследования послужили работы отечественных и зарубежных авторов, касающиеся влияния международных потоков капитала на финансовые рынки стран ЮВА (С. Авдеев, Ф.Е. Варнок, Е.Р. Весперони, С. Ким, Н.Е. Магуд, П. МакГуайер, МакКаули, Х. Рей, С.М. Рейнхарт, К.Дж. Форбс, Д. Янг), литература, отражающая международный опыт по применению инструментов макропруденциального регулирования (И. Дж. Азиз, О. Акинчи, В. Бруно, Б. Бухгольц, С.Р. Гош, Дж. Дагер, Г. Делл'Ариссия, Е. Клайссенс, Л. Лайвен, К. Лим, Дж. Олмсид-Рамсей, Х. Тонг, Е. Черутти, И. Шим, Х.С. Шин).

В диссертационной работе применяются методы системного, сравнительного количественного и качественного анализа, систематизации, обобщения, экспертные оценки, а также визуализация данных при помощи графиков и таблиц.

Регрессионный анализ дополняет количественный анализ и позволяет исследовать закономерности, которые сложно выявить при межстрановом сравнительном анализе.

**Информационную и источниковедческую базу исследования** составили научные публикации и статьи, оценки экспертов, аналитические материалы Международного валютного фонда (МВФ), Всемирного банка (ВБ), Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), Банка международных расчетов (БМР), Банка Англии (БА), Азиатского банка развития (АБР), Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН), Национального бюро экономических исследований (НБЭИ), Института международных финансов (ИМФ), Института экономики РАН (ИЭ РАН), Института востоковедения РАН (ИВ РАН), Института мировой экономики и международных отношений (ИМЭМО РАН).

Статистическую базу исследования составили данные показателей мирового развития Всемирного банка, Федеральной резервной системы (ФРС), Банка международных расчетов (БМР), Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД).

**Научная новизна диссертационного исследования** определяется тем, что на основе введенного термина «структурные дисбалансы» финансовых систем стран ЮВА проведена классификация дисбалансов и выработаны меры по применению инструментов их регулирования на национальном уровне, что позволяет сформулировать дополнительные рекомендации по осуществлению банковской интеграции на региональном пространстве, а также меры по финансовому регулированию, которые необходимо принимать во внимание международными институтами на уровне глобального управления.

К наиболее существенным **научным результатам** исследования, характеризующим его научную новизну, относятся следующие:

1. На основе анализа экономической литературы выявлено, что конечным результатом влияния потоков международного капитала является состояние активов финансовых систем стран ЮВА и, как следствие, их финансовая стабильность. В связи с чем дано определение термина «структурные дисбалансы» – *это состояние качества активов финансовых систем, при котором повышается риск их финансовой стабильности.*

2. В соответствии с определением выявлено две группы структурных дисбалансов. К первой группе относятся внутренние дисбалансы, связанные с особенностями регулирования финансовых систем стран ЮВА, а именно: быстрый рост кредитов частному сектору, краткосрочные и неоплаченные кредиты, а также соотношение кредитов к депозитам, которые можно назвать внутренними. Ко второй группе относятся внешние дисбалансы, формирующиеся в результате воздействия потоков глобальной ликвидности: неосновные банковские обязательства, доля иностранного капитала на местных рынках облигаций, заимствования зарубежных филиалов компаний, в том числе офшорных на международных рынках ценных бумаг.

3. На основе анализа структурных дисбалансов в динамике развития, классификации инструментов микро- и макропруденциального регулирования, а также обобщения международного опыта по их применению выявлены наиболее эффективные инструменты, позволяющие регулировать несбалансированность финансовых систем стран ЮВА.

4. Эффективными инструментами являются: ограничение кредитного плеча, ограничение соотношения кредитов к депозитам, инструмент динамической нормы резервирования, создание банка «плохих» долгов, лимит на LTV (отношение суммы кредита к стоимости обеспечения) и использование буферов капитала, использование налога на неосновные обязательства и резервирование неосновных обязательств, повышение налога при покупке облигаций нерезидентами, введение резервных требований по депозитам для дочерних филиалов за рубежом, а также выпуск долгосрочных инфраструктурных облигаций национальными компаниями, а не их зарубежными филиалами.

5. Разработанная в ходе исследования регрессионная модель позволила выявить смену схемы приоритетного финансирования бизнеса в исследуемых странах с банковской в пользу финансовой, что вызывает необходимость перехода от применения преимущественно инструментов регулирования банковского сектора к использованию инструментов регулирования рынка акций.

6. Существующие структурные дисбалансы финансовых систем создают препятствия финансовой интеграции стран-участниц АСЕАН на региональном уровне. Либерализация банковского сектора стран Ассоциации происходит на основе набора минимальных условий, которым должны соответствовать банки, чтобы быть названными Квалифицированными банками АСЕАН и иметь право войти в банковский сектор другого члена-государства. Однако минимальных требований к достаточности капитала, соблюдения стандартов бухгалтерского учета и управления

рисками недостаточно. В набор минимальных требований необходимо включить меры по регулированию структурных дисбалансов.

7. Реформы, рекомендованные специалистами МВФ в сфере финансового пространства, по дальнейшей либерализации открытого счета капитала необходимо проводить с учетом структурных дисбалансов финансовых систем, обусловленные потоками глобальной ликвидности. Только в этом случае регулирование будет способствовать увеличению эффективности структурных реформ и макроэкономической политики.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в том, что определено понятие «структурные дисбалансы» финансовых систем, которые в условиях усиливающейся глобализации преобразуют трудности одного или нескольких финансовых рынков в глобальные кризисы. Тем самым в научной литературе восполняет пробел по тематике развития финансовых рынков стран ЮВА.

Оценка влияния национального рынка акций на процесс банковского кредитования позволяет определить изменения в приоритетном использовании схемы финансирования корпоративного сектора, что приводит в исследуемых странах к смене модели финансовых систем от банкоцентричных к рыноцентричным.

Исследования по воздействию различных факторов на процесс кредитования дополнены выводами о влиянии неоплаченных кредитов и краткосрочных займов, что позволяет сформулировать меры по их регулированию. Материалы диссертации могут быть использованы научными работниками в исследовании закономерностей развития финансовых систем стран ЮВА, а также в рамках учебных курсов

**Практическая значимость исследования** состоит в том, что выявленные различия в тенденциях финансирования корпоративного сектора позволяют разграничить применение инструментов регулирования сокращения ликвидности национального рынка акций под воздействием внешних шоков.

Комплексная оценка структурных дисбалансов и обобщение международного опыта применения инструментов регулирования позволяет сформулировать наиболее эффективные меры для регулирования структурных дисбалансов.

Разработанные практические рекомендации по применению микро- и макропруденциальных инструментов регулирования структурных дисбалансов необходимо учитывать в качестве дополнительных условий, помимо установленных, для успешного осуществления процесса банковской интеграции стран АСЕАН на региональном уровне, чтобы воспрепятствовать импорту структурных дисбалансов из одной страны в другую.

Реформы по дальнейшей либерализации финансовых потоков, рекомендованные специалистами МВФ необходимо применять с учетом влияния, которое они оказывают на состояние активов и финансовую стабильность стран ЮВА.

Результаты количественного анализа могут быть использованы в прогнозировании экономической динамики стран Юго-Восточной Азии, а также при подготовке исследовательских работ по специальным проблемам развития этих стран. Материалы диссертации могут быть полезны как специалистам по финансовым системам, так и исследователям экономик отдельных стран Юго-Восточной Азии, а также финансовым аналитикам, аналитикам по ВЭД и суверенным аналитикам.

Фактический материал, выводы и обобщения могут послужить основой при разработке финансовой политики ведомствами, занимающимися проблемами экономического сотрудничества между Россией и странами Юго-Восточной Азии. Пример регулирования структурных дисбалансов ЮВА может быть использован государственными органами управления по выработке мер регулирования финансовой системы России.

Диссертация выполнена в рамках следующих пунктов **паспорта научных специальностей** ВАК РФ «Мировая экономика» – 08.00.14:

п. 5. Интеграционные процессы в развитых и развивающихся регионах мирового хозяйства, закономерности развития этих процессов.

п. 7. Международная экономическая взаимозависимость. Обеспечение устойчивого развития национальной и мировой экономики. Стратегии национального экономического развития.

**Степень достоверности и апробация результатов.** Основные положения диссертационного исследования докладывались на II Всероссийской научной школе-конференции аспирантов и молодых ученых «История востоковедения: традиции и современность» Института востоковедения РАН в сентябре 2014 г., VI международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Статистические методы анализа экономики и общества» департамента статистики и анализа данных НИУ ВШЭ в мае 2015 г., на международной научно-практической конференции «Группа двадцати» и БРИКС – институты глобального управления нового типа» РАНХиГС в октябре 2016 г., на Третьем Российском экономическом конгрессе МГУ им. Ломоносова в декабре 2016 г., на аспирантском семинаре в феврале 2017 г., а также на VIII международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Статистические методы анализа экономики и общества» департамента статистики и анализа данных НИУ ВШЭ в мае 2017 г.

Кроме того, часть материалов работы вошла в научно-исследовательский проект по заказу Минпромторга РФ: «Разработка предложений по формированию ключевых приоритетов торгово-промышленного сотрудничества РФ со странами Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН) на среднесрочную перспективу» под руководством д.э.н., профессора А.В. Данильцева, кафедры торговой политики НИУ ВШЭ, 2015–2016 гг.

Материалы исследования использовались при проведении семинарских занятий по курсу: «Сравнительный анализ интеграционных процессов в мире», Бакалавриат, 2 курс, факультет мировой экономики и мировой политики НИУ ВШЭ.

По результатам исследования автором опубликовано 8 научных работ общим объемом 3,4 п.л., в их числе 6 работ объемом 3,2 п.л. в журналах, рекомендованных ВАК, а также 2 работы объемом 0,2 п.л. в прочих изданиях.

**Объем и структура исследования.** Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, и списка литературы. Работа изложена на 144 страницах и включает 8 таблиц и 11 рисунков.

### ***Структура работы***

#### **Введение**

#### **Глава 1. Теоретические подходы к исследованию финансовых систем стран Юго-Восточной Азии**

1.1. Теоретические аспекты по применению инструментов регулирования государственной политики

1.2. Определение понятия «структурные дисбалансы» финансовых систем стран Юго-Восточной Азии

1.3. Институциональные особенности функционирования финансового механизма стран ЮВА

1.4. Меры государственного регулирования деятельности финансовых систем стран ЮВА в ретроспективе

#### **Глава 2. Структурные дисбалансы финансовых систем стран Юго-Восточной Азии: динамика развития**

2.1. Состояние активов банковского сектора и финансовых рынков стран ЮВА

2.2. Регрессионный анализ влияния рынка акций на деятельность банковского сектора стран Юго-Восточной Азии

2.3. Структурные дисбалансы, обусловленные потоками международного капитала

2.4. Эффективность инструментов регулирования структурных дисбалансов финансовых систем

#### **Глава 3. Повышение устойчивости и стабильности финансовых систем восточноазиатского региона**

3.1. Прямые иностранные инвестиции как составная часть финансовой интеграции стран-участниц АСЕАН, современные тенденции

3.2. Формирование механизмов финансового взаимодействия в рамках стран-членов АСЕАН

### 3.3. Страны АСЕАН в структурах глобального управления

#### **Заключение**

#### **Список литературы**

#### ***Основное содержание работы***

В данной работе рассматривается преимущественно деятельность банковского сектора в его основной форме по финансированию компаний и развивающийся фондовый рынок стран ЮВА.

В странах ЮВА, и в Сингапуре в том числе, несмотря на то, что это ведущий финансовый центр Азии, используют банковскую модель кредитования, которая характеризуется политикой активного государственного вмешательства. Банки продолжают играть ключевую роль финансовых посредников в странах региона.

Во **введении** обосновываются актуальность темы, степень разработанности научной проблемы, сформулирована цель и задачи, объект, предмет исследования, информационная база и теоретико-методологические основы диссертации, научная новизна и основные научные результаты, их научно-практическая значимость

**Первая группа проблем** связана с анализом применения инструментов государственного регулирования, что позволяет сделать вывод о том, что для экспортно-ориентированных экономик стран ЮВА в условиях мобильности международных потоков капитала фиксированный валютный курс делает монетарную политику неэффективной. Следовательно, при условии гибкого валютного курса остается вариант денежно-кредитного регулирования или использование мер регулирования мобильности капитала.

В рамках исследования литературы, посвященной несбалансированности финансовых систем в качестве причин азиатского кризиса 1997–1998 гг. и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., в качестве основных причин выделены чрезмерная либерализация международного движения капитала, большие объемы краткосрочных кредитов корпоративного сектора и внешних заимствований.

На основе анализа воздействия международных потоков капитала на изменение финансового ландшафта и передача глобальных потрясений, автор приходит к выводу, что конечным результатом влияния глобальных потоков капитала является состояние активов финансовых систем развивающихся стран и, как следствие, их финансовая стабильность.

Таким образом, сформулировано следующее определение: *структурные дисбалансы – это состояние качества активов финансовых систем, при котором повышается риск их финансовой стабильности.*

Из теоретической базы работы следует вывод, что на первоначальном этапе развития правительства ограничились созданием банковской системы, контролируемой экономическими властями и во многом, вместо формирования системы планирования развития отношений, стандартизации и управления рисками, системы ответственности субъектов за нарушения, то есть развитой институциональной среды, взяли эти функции на себя. Фондовые рынки были сформированы позже, но функции их были ограничены. Тем самым были созданы предпосылки для проведения банками рискованной кредитной политики, то есть злоупотребления государственными гарантиями, что наблюдается и по сей день, несмотря на несколько туров либерализации финансовых систем.

Вместе с тем были сформированы финансовые системы, которые содержали потенциальные структурные дисбалансы, не заметные в период благоприятной экономической конъюнктуры. По мере дальнейшего развития финансовых систем происходит процесс их финансового углубления и интеграция в мировую финансовую систему, однако дисбалансы сохраняются и по мере развития фондовых рынков формируются новые.

Опыт либерализации финансовых систем стран Юго-Восточной Азии показал, что создание устойчивой законодательной и институциональной базы, правил функционирования кредитно-финансовых учреждений и контроля над ними должно предшествовать общей экономической либерализации и особенно отмене финансовых ограничений внутри страны. Свободное движение международного капитала должно быть последним этапом либерализации и осуществляться только тогда, когда достаточно развита современная национальная финансовая система, способная конкурировать с иностранными инвесторами по качеству и разнообразию предоставляемых финансовых услуг.

В Таиланде была сформирована сильная олигополистическая банковская структура, которая, на первый взгляд, отличалась большой устойчивостью. Небанковские финансовые учреждения развивались стихийно, проводя высоко рискованные операции с недвижимостью и ценными бумагами. То есть государственную поддержку и гарантии имел только банковский сектор. Такой вид финансовой системы с неустойчивым фондовым рынком несет в себе большой потенциальный риск для экономики всей страны в целом.

В Сингапуре, напротив, процесс либерализации был более последовательным и проведен в несколько этапов. Государство активно принимало участие в разработке законов, регулирующих работу финансовой системы, и контролировало как суще-

ствующие, так и вновь созданные учреждения. Эти меры привели к созданию сильной финансовой системы, обеспечивающей стабильность и управление рисками;

Несмотря на то, что в Индонезии раньше всего были сняты ограничения на развитие небанковских учреждений, между банковскими и другими финансовыми учреждениями существовало разделение видов деятельности. Разработка же новых правил функционирования произошла гораздо позже основных реформ. Для финансовой системы Индонезии характерно отсутствие сильного контроля со стороны государства и слабая защищенность прав акционеров и кредиторов;

В Малайзии формирование финансовых институтов и законодательной базы происходило параллельно. Правительство было очень осторожным в выдаче новых банковских лицензий. Финансовым компаниям было разрешено принимать сбережения населения и выдавать кредиты физическим лицам;

На Филиппинах при недостаточно развитой законодательной базе и контролем над финансово-кредитными учреждениями государство поощряло вовлечение банков в торговлю ценными бумагами и лизинг. Такой тип финансовой системы также несет в себе большие потенциальные риски.

В рамках **второй группы проблем** анализируется динамика развития структурных дисбалансов, которые можно разделить на две категории. К первой категории относятся дисбалансы, связанные с особенностями регулирования финансовых систем стран ЮВА, а именно: быстрый рост кредитов частному сектору, краткосрочные и неоплаченные кредиты, а также соотношение кредитов к депозитам, которые можно назвать внутренними. Ко второй категории относятся дисбалансы, формирующиеся в результате воздействия потоков глобальной ликвидности: неосновные банковские обязательства, доля иностранного капитала на местных рынках облигаций, заимствования зарубежных филиалов компаний, в том числе офшорных на международных рынках ценных бумаг, которые определены как внешние.

Причиной возникновения дисбалансов второго вида послужила отмена ограничений на международное движение капиталов. Это способствовало быстрому росту зарубежных займов, составляющих основную часть недепозитных обязательств банков, которые служат источником финансирования кредитных «бумов», увеличению доли иностранного капитала на национальных рынках облигаций, особенно привлекательных для иностранных инвесторов, избегающих рискованные вклады в такие виды ценных бумаг, как акции. Это делает рынки капитала уязвимыми к внешним шокам, когда происходит внезапный отток капитала, как это было в августе 2013

г. С 2010 г. наблюдался быстрый рост заимствований компаний развивающихся стран, в том числе офшоров, на международных рынках ценных бумаг.

**Таблица 1. Структурные дисбалансы, характерные для финансовых систем стран ЮВА**

Структурные дисбалансы	Страны				
	Индонезия	Малайзия	Сингапур	Таиланд	Филиппины
1. Кредитные «бумы»		+		+	
2. Соотношение кредитов к депозитам	+	+	+	+	
3. Неоплаченные кредиты	+			+	+
4. Краткосрочные кредиты	+			+	+
5. Неосновные банковские обязательства	+		+		+
6. Доля иностранного капитала на местных рынках облигаций	+	+			
7. Заимствования зарубежных филиалов компаний на международных рынках облигаций	+	+			

Источник: разработано автором.

С помощью регрессионного анализа панельных данных за период с 1998 по 2013 гг. доказано, что развитие национальных рынков акций приводит к смене схемы приоритетного использования модели кредитования бизнеса с банковской (*bank-based financial system*) в пользу финансовой (*market-based financial system*), что вызывает необходимость перехода от применения преимущественно инструментов регулирования банковского сектора к использованию инструментов регулирования рынка акций.

Оценка влияния рынка акций на деятельность банковского сектора проводится на основе базовой модели (1):

$Credit_i = \beta_0 + \beta_1 Stdebt_i + \beta_2 Nploan_i + \beta_3 Invest_i + \beta_4 Marcap_i + \beta_5 Maract_i + \varepsilon_i$ , где в качестве зависимой переменной анализируется показатель отношения банковских кредитов частному сектору к ВВП –  $Credit_i$ . В качестве независимых переменных рассматриваются показатели краткосрочных займов –  $Stdebt_i$ , неоплаченных кредитов –  $Nploan_i$ , показатель объема прямых иностранных инвестиций –  $Invest_i$ , капитализации рынка акций –  $Marcap_i$  и активности рынка акций (отношение размера заключенных на фондовом рынке сделок к ВВП страны) –  $Maract_i$ ;  $\varepsilon_i$  – случайная составляющая,  $\beta_0, \beta_1, \beta_i$  – коэффициенты линейной регрессии.

Расчет регрессионных моделей для каждой страны производится на основе базовой модели (1). Оценка производится методом наименьших квадратов (МНК). В Таблице 1 приведены уровни значимости коэффициентов системы регрессионных уравнений. Обозначениями \*, \*\*, \*\*\* отмечены коэффициенты, значимые на 10-ти, 5-ти, 1-процентном уровне значимости.

**Таблица 2. Уровни значимости коэффициентов регрессионных уравнений**

Регрессоры	Страны				
	Индонезия	Малайзия	Сингапур	Таиланд	Филиппины
Stdebt	(+) 0,003 ***	(+) 0,008 ***			(+) 0,004 ***
Nploan	(-) 0,06 *			(+) 0,05 *	(-) 0,08 *
Invest	(+) 0,008 ***			(-) 0,02 **	
Marcap	(-) 0,08 *	(+) 0,06 *	(-) 0,009 **		
Maract			(-) 0,08 *		(-) 0,08 *
R <sup>2</sup>	0,8	0,8	0,6	0,9	0,9

Источник: рассчитано автором

В Малайзии и Таиланде банковское финансирование продолжает играть решающую роль. Сокращение банковского кредитования компаний будет происходить в этих странах в случае, если банки являются держателями большого количества акций. Это приводит к необходимости применять инструмент динамической нормы ликвидности, направленный на сокращение распродаж банковских активов по сниженным ценам.

В случае Индонезии, Сингапура и Филиппин постепенно сокращается роль банковской системы и финансирование частного сектора все больше происходит за счет развивающегося рынка акций. Как следствие, резкое сокращение ликвидности национального рынка акций, обусловленное внешними шоками, будет приводить к сокращению финансирования корпоративного сектора. В данном случае проявляется недостаток инструментов, регулирующих структуру финансового рынка, который можно восполнить, используя положительный опыт европейских стран по созданию регулятором специализированных торговых площадок для организации проведения торгов. При этом предусматривается активное вмешательство регулятора в деятельность торговой площадки, например, возможность остановить торги по конкретному финансовому инструменту.

Еще одним примером на основе опыта европейских стран может послужить создание Центрального контрагента (*Central Counterparty, CCP*), который является гарантом исполнения сделок в случае отказа одной из сторон от своих обязательств. Являясь центральной структурой финансового рынка, *CCP* перераспределяет риски между участниками и заменяет двусторонние сделки, в которых каждый участник имеет непосредственную связь только с *CCP*. При этом надзор осуществляется со стороны регулятора.

В Таиланде выявлена взаимосвязь между банковскими кредитами и неоплаченными кредитами компаний, что подтверждает их большой объем в обязательствах банков. То же относится к Индонезии и Филиппинам. Однако неоплаченные кредиты отрицательно влияют на финансирование частного сектора этих стран. Это связано с тем, что государства этих стран, в отличие от Таиланда, не обладают достаточными ресурсами для поддержания банковского сектора.

Вместе с тем взаимосвязь краткосрочных кредитов с показателем кредитов частному сектору во всех странах, кроме Сингапура, подтверждает их высокий уровень в активах банков.

Что касается влияния ПИИ на процесс кредитования, то в отношении Таиланда выявлена отрицательная зависимость. Это говорит о необходимости регулирования мер по либерализации потоков ПИИ. В противоположность с Индонезией, где ПИИ положительно влияют на финансирование компаний. Для остальных стран зависимость не выявлена.

На основе анализа структурных дисбалансов финансовых систем стран ЮВА, классификации микро- и макропруденциальных инструментов, а также обобщения международного опыта по эффективности их применения сформулированы следующие меры по увеличению устойчивости финансовых систем стран ЮВА.

1. В исследуемых странах отдают предпочтение инструментам, ограничивающим кредитный рост, которые в случае Малайзии и Таиланда не всегда являются эффективными, поскольку в этих странах наблюдаются признаки кредитного «бума». В данной ситуации эффективным инструментом является ограничения кредитного плеча.

2. Для всех стран, кроме Филиппин, характерно высокое значение соотношения кредитов к депозитам, которое необходимо ограничить. Это отражает структурные проблемы банковских систем стран ЮВА, поскольку превышение объемов кредитов над депозитами создает зависимость от действий кредиторов, особенно в период, когда происходит отток депозитов.

3. Ограничение соотношения кредитов к депозитам будет дополнительной мерой к ограничению кредитных «бумов», поскольку этот инструмент препятствует росту кредитов, привязывая их значение к росту депозитной базы.

4. Большие объемы неоплаченных кредитов в Индонезии, Таиланде и на Филиппинах ухудшают качество банковских активов и оказывает негативное влияние на возможность банков предоставлять новые кредиты.

5. Инструмент динамической нормы резервирования позволяет создать дополнительные резервы для покрытия потерь по невыплаченным кредитам помимо требований к уровню резервов, предусмотренных стандартом. По сути, это контрциклический буфер на резерв, который направлен на формирование капитала для покрытия непредвиденных потерь. Еще одна мера регулирования – предложение председателя Европейской банковской администрации (*European Banking Authority, EBA*) А. Энриа в январе 2016 г. по созданию банка «плохих» долгов еврозоны, который будет покупать невыплаченные кредиты.

6. Высокая доля краткосрочных кредитов в Индонезии, Таиланде и на Филиппинах ухудшают качество банковских активов и затрудняют выполнение банком своих обязательств. В случае Таиланда необходимо сокращать гарантии со стороны государства и использовать буфер сохранения капитала или контрциклический буфер.

7. В Индонезии и на Филиппинах государство не принимает активного участия в компенсации убытков. Эффективными инструментами для сокращения доли краткосрочных кредитов будут лимит на LTV (*отношение суммы кредита к стоимости обеспечения*) и использование буферов капитала.

8. Доступ к потокам капитала от международных банков вызывает резкое увеличение зарубежных кредитов, и, в свою очередь, быстрый рост неосновных обязательств (*noncore liabilities*) в качестве их основного компонента. В Индонезии, Сингапуре и на Филиппинах банки все чаще отдают предпочтение недепозитным источникам финансирования.

9. Эффективным инструментом по ограничению роста зарубежных кредитов является использование налога на неосновные обязательства и резервирование неосновных обязательств. Резервирование неосновных обязательств банка повышает стоимость финансирования, сдерживая их быстрый рост во время «бумов». В этом случае резервные требования к неосновным обязательствам имеют аналогичный эффект налога на эти обязательства.

10. Для Индонезии и Малайзии характерна тенденция по увеличению доли иностранного капитала на местных рынках облигаций. Относительно небольшой размер развивающихся азиатских рынков облигаций и их ограниченная ликвидность делают эти рынки зависимыми от внешних воздействий. В результате, неустойчивость может негативно повлиять на ликвидность рынка и снизить привлекательность региона для инвесторов облигаций.

11. Инструментом, регулирующим снижение доли иностранного капитала на местных рынках облигаций Индонезии и Малайзии, является повышение налога при покупке облигаций нерезидентами.

12. Для Индонезии и Малайзии является актуальной проблема неустойчивости кредитов и депозитов зарубежных дочерних компаний, которые, заимствуя в долларах на международных рынках ценных бумаг, хранят депозиты в национальной валюте в отечественных банках. Как следствие, в период ухудшения внешних финансовых условий, это создает трудности финансирования компаний. В результате, отечественные банки сталкиваются с ослаблением предложения кредитов и сокращением депозитной базы. Решением этой проблемы является введение резервных требований по депозитам для дочерних филиалов за рубежом, а также, используя пример Сингапура, выпуск долгосрочных инфраструктурных облигаций национальными компаниями, а не их зарубежными филиалами.

В ходе анализа **третьей группы проблем** выявлены основные современные тенденции процесса инвестирования в странах АСЕАН, к которым относятся увеличение притока ПИИ, несмотря на замедление темпов экономического роста в Восточной и Юго-Восточной Азии, усиление внутри-региональной интеграции и структурный сдвиг в отраслевом составе ПИИ от производства к финансовой сфере и сектору услуг. Это является результатом возрастающей либерализации, которая дает возможность увеличить приток инвестиций в отрасли, традиционно закрытые для иностранного капитала, такие как финансовый сектор и телекоммуникации.

На основе оценки и систематизации инвестиционных барьеров, препятствующих деятельности инвесторов в странах АСЕАН, можно сделать вывод, что интеграционный процесс в регионе сталкивается с рядом проблем и требует разработки дальнейших мер по его углублению. К таким мерам можно отнести следующие:

- дальнейшая разработка механизмов в сфере защиты инвесторов, а также механизмов по урегулированию споров;
- упрощение процедур для инвестиционных заявок и их рассмотрения;

- укрепление координации между правительственными органами и инвесторами для содействия распространению информации о нормах, правилах и процедурах, а также частным сектором и инвесторами в целях содействия инвестициям.

- либерализацию счета операций с капиталом необходимо проводить на основе мер макро- и макропруденциальной политики, рассмотренных выше, чтобы воспрепятствовать негативным явлениям, приводящим к нарушению финансовой стабильности.

Успешная реализация интеграционного процесса в банковской сфере требует разработки и осуществления мер не только по соблюдению минимальных требований к капиталу, банковских стандартов бухгалтерского учета, управлению рисками и т.д.

Для того, чтобы банки АСЕАН и местные банки имели право войти в банковский сектор другой страны-участницы, набор минимальных условий, помимо установленных АЕС Blueprint 2008, должны включать вышеперечисленные требования по регулированию структурных дисбалансов.

Анализ роли стран АСЕАН в структурах глобального управления показал, что на сегодняшний день Ассоциация государств Юго-Восточной Азии недостаточно представлена в международных организациях, таких как МВФ, БМР и СФС. В большей степени АСЕАН представлена в Группе двадцати, где имеет четыре места из двадцати, что составляет 20%. Кроме того, с 2009 г. председатель АСЕАН является постоянным приглашенным участником саммитов G20. Вместе с тем доля ее участия значительно возрастает в совокупности с крупнейшими восточноазиатскими экономиками – Республикой Корея, Китаем и Японией.

Восточноазиатский регион является одним из наиболее динамично развивающимся в мире. Его доля в мировом валовом продукте в 2015 г. составила 25,59%, в то время как доля участия в МВФ и БМР остается невысокой – 18,19% и 15% соответственно. Растет и потребность азиатских стран в формулировании на глобальных форумах своей точки зрения.

На данный момент, по мнению автора, единоличное лидерство в регионе не конструктивно, поскольку все участники диалога АСЕАН+3 получают выгоды от партнерства. Страны Юго-Восточной Азии в партнерстве АСЕАН+3 занимают выгодное положение посредника, что создает предпосылки для сглаживания противоречий между крупными державами и выработке совместных решений, для осуществления руководства в коалиции нескольких стран. С другой стороны, благодаря партнерству с крупными восточноазиатскими государствами, имеющими большой вес в

международных организациях, страны АСЕАН могут усилить свое влияние в институтах глобального регулирования. Таким образом, наиболее перспективным направлением по усилению роли стран АСЕАН в институтах глобального управления является расширение механизма АСЕАН+3 до встреч на высшем уровне Группы двадцати с тем, чтобы вырабатывать общие взгляды и координировать политику в регионе.

К дополнительным мерам по углублению финансового рынка и увеличения кредитных потоков следует относиться с осторожностью, поскольку для стран с открытыми рынками банковские потоки капитала являются ключевым показателем финансовой нестабильности. Важным источником финансирования для банковского сектора являются депозиты домашних хозяйств. В период быстрого кредитного роста этих средств недостаточно, чтобы финансировать увеличение банковского кредита. По мере того как «бум» прогрессирует, банки прибегают к альтернативным, недепозитным (*nondeposit*) источникам финансирования. Эта ситуация характерна для многих стран с формирующимся рынком, где внутреннее финансирование банковского рынка еще не в состоянии поддерживать быстрый рост банковского кредитования.

Таким образом, доступ к потокам капитала от международных банков вызывает резкое увеличение зарубежных кредитов, которые составляют основную часть неосновных (*non-core liabilities*) обязательств банковского сектора. В результате, иностранные кредиты служат основным источником финансирования кредитных «бумов».

В дополнение к сказанному, быстрый рост кредитов способствует снижению кредитных стандартов и ухудшению качества активов, особенно после того, как кредитный «бум» заканчивается ростом больших объемов необслуживаемых кредитов. Поэтому меры по дальнейшей либерализации финансовых потоков необходимо применять с учетом влияния, которое они оказывают на состояние активов и финансовой стабильности стран Юго-Восточной Азии.

Меры регулирования, принятые с учетом структурных дисбалансов в банковской сфере стран Юго-Восточной Азии, будут уменьшать восприятие финансовых систем к внешним воздействиям, повышая их финансовую стабильность, а также будут способствовать увеличению эффективности структурных реформ и макроэкономической политики.

В **заключении** диссертационной работы обобщены теоретические выводы и результаты исследования, на основе которых разработаны меры по применению инструментов государственного регулирования финансовых систем стран ЮВА, кото-

рые, в свою очередь, необходимо учитывать при осуществлении интеграции на региональном уровне, а также при формулировании мер финансового регулирования международными институтами.

**По теме диссертации опубликованы работы общим объемом 3,4 п.л.**Работы, опубликованные в рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК:

1. Структурные дисбалансы финансовых систем стран Юго-Восточной Азии: динамика развития [Текст] / Н.В. Гуца // Горизонты экономики. 2017. – №1 (34). – С. 101–107. - 0,5 п.л.
2. Гуца Н.В. Инструменты регулирования структурных дисбалансов финансовых систем стран восточноазиатского региона [Текст] / Н.В. Гуца // Экономика и управление: проблемы, решения. 2016. – № 12. т. 2. – С. 48–55. - 0,7 п.л.
3. Гуца Н.В. Современные тенденции процесса инвестирования в странах-членах АСЕАН [Текст] / Н.В. Гуца // Горизонты экономики. – 2016. – № 6. – С. 72–80. - 0,6 п.л.
4. Гуца Н.В. Факторы, повлиявшие на формирование структурных дисбалансов финансовых систем стран Юго-Восточной Азии [Текст] / Н.В. Гуца // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 2 (ч.1). – С. 58–67. - объем 0,9 п.л.
5. Гуца Н.В. Концепция дуальной экономики в процессе экономического развития [Текст] / Н.В. Гуца // Международный научно-исследовательский журнал. – 2015. – № 9 (40), часть 1. – С. 34,35. - 0,1 п.л.
6. Гуца Н.В. Методология экономических исследований стран Востока [Текст] / Н.В. Гуца // Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 11 (ч.3). – С. 80–82. - 0,4 п.л.

Работы, опубликованные в прочих изданиях:

1. Гуца Н.В. Регрессионный анализ влияния рынка акций на банковское кредитование корпоративного сектора стран-членов АСЕАН-5 [Текст] / Н.В. Гуца // Труды VIII Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Статистические методы анализа экономики и общества», 16–19 мая 2017 г. М.: НИУ ВШЭ. – С. 76–77. - 0,1 п.л.
2. Гуца Н.В. Влияние прямых иностранных инвестиций на экономику развивающихся стран [Текст] / Н.В. Гуца // Труды VI Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Статистические методы анализа экономики и общества», 12–15 мая 2015 г. М.: НИУ ВШЭ. – С. 76–77. - 0,1 п.л.