

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТАТЬЯ

<https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-3.3>

УДК 330, 336

JEL E12, E32, E44, E52



Динамика финансовой хрупкости компаний нефинансового частного сектора Гонконга во взаимосвязи с ходом делового цикла¹

Олеся А. БЕРЁЗКИНА ¹⁾, Иван В. РОЗМАИНСКИЙ ²⁾  

^{1, 2)} *Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация,*

Для цитирования: Берёзкина, О. А., Розмаинский, И. В. (2024). Динамика финансовой хрупкости компаний нефинансового частного сектора Гонконга во взаимосвязи с ходом делового цикла. *AlterEconomics*, 21(3), 474–496. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-3.3>

Аннотация. В статье представлены результаты исследования, направленного на проверку состоятельности гипотезы финансовой нестабильности в современной экономике Гонконга, т. е. накапливается ли доля финансово хрупких фирм в ходе циклических подъемов по мере приближения экономического кризиса. Для измерения финансовой хрупкости частного сектора за период с 2006 г. по 2022 г. использовались два критерия, разработанные Р. Маллиганом и Х. Ниши. За исключением отдельных годов, критерий Маллигана был применен к 94 ведущим по капитализации фирмам Гонконга, а критерий Ниши — к ведущим 99 компаниям. Согласно использованию обоих критериев, в течение 1–2 лет перед началом Великой рецессии доля финансово хрупких фирм — т. е. компаний, характеризующихся спекулятивным или Понци-режимами финансирования — увеличивалась; их максимальное значение было достигнуто перед самым началом этого кризиса, а также в разгар кризиса, вызванного пандемией COVID-19. Таким образом, можно утверждать, что в некоторой степени гипотеза финансовой нестабильности подтверждается. Однако большая доля финансово хрупких компаний в 2016–2017 гг., согласно критерию Маллигана, плохо согласуется с теми выводами, к которым приводит указанная гипотеза. Также, в соответствии с обоими применявшимися критериями классификации фирм на режимы финансирования, авторы пришли к выводу, что среди частных компаний Гонконга преобладал хеджевый режим. Низкую долю финансово хрупких фирм — в сравнении, скажем, с компаниями из частных секторов стран Южной Европы — можно объяснить отсутствием политики жесткой экономии в Гонконге — в отличие, к примеру, от греческого правительства, власти Гонконга не пытались бороться с бюджетным дефицитом и государственным долгом по причине их крайне низких значений. Другая возможная причина доминирования хеджевых фирм — целенаправленная политика Управления денежного обращения Гонконга по предотвращению чрезмерного роста банковского кредитования в периоды циклических подъемов. При этом наиболее финансово хрупкими отраслями оказались туризм и транспортная сфера.

Ключевые слова: гипотеза финансовой нестабильности, Мински, финансовая хрупкость, Великая рецессия, Гонконг

¹ © Берёзкина О. А., Розмаинский И. В. Текст. 2024.

RESEARCH ARTICLE

Dynamics of Financial Fragility in Hong Kong's Non-Financial Private Companies and the Business Cycle

Olesya A. BEREZKINA ¹⁾, Ivan V. ROZMAINSKY ²⁾ ✉ 

^{1,2)} National Research University "Higher School of Economics", St. Petersburg, Russian Federation

For citation: Berezkina, O. A., & Rozmainsky, I. V. (2024). Dynamics of Financial Fragility in Hong Kong's Non-Financial Private Companies and the Business Cycle. *AlterEconomics*, 21(3), 474–496.

<https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-3.3>

Abstract. This article examines the financial instability hypothesis in Hong Kong's contemporary economy, investigating whether the proportion of financially fragile firms rises during cyclical upswings as economic crises approach. Two criteria developed by Mulligan and Nishi were used to assess financial fragility in the private sector from 2006 to 2022. The Mulligan criterion was applied to 94 leading firms by capitalization, while the Nishi criterion was applied to the top 99 firms. Findings indicate that, prior to the Great Recession, the share of financially fragile firms — characterized by speculative or Ponzi financing — increased, peaking just before the crisis and again during the COVID-19 pandemic. While the financial instability hypothesis is partially supported, the high proportion of financially fragile firms in 2016–2017 contradicts this hypothesis. Overall, our analysis shows that hedge financing regimes predominated among Hong Kong's private companies. The relatively low share of financially fragile firms compared to those in Southern European countries can be attributed to the absence of austerity measures in Hong Kong, as local authorities did not attempt to address budget deficits due to their minimal levels. Additionally, the Hong Kong Monetary Authority's policy to curb excessive bank lending during economic expansions contributed to the dominance of hedge firms. The tourism and transport sectors are the most financially fragile industries.

Keywords: financial instability hypothesis, Minsky, financial fragility, Great Recession, Hong Kong

1. Введение

После Великой рецессии — Глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. — среди ученых-экономистов возрос интерес к неортодоксальным концепциям циклов и кризисов во многом в связи с тем, что этот кризис оказался в значительной степени неожиданным для представителей экономической теории мейнстрима (*mainstream economics*). Одной из таких концепций является гипотеза финансовой нестабильности. Эта теория эндогенно порождаемых в рамках капитализма кризисов была разработана Хайманом Мински (Minsky, 1983; 1985; 1986; 1992). В данной концепции, также известной под названием гипотеза финансовой хрупкости, анализируется, как динамика макроэкономических показателей соотносится с финансированием фирмами своих инвестиций посредством ссуд. Опережающий рост объема долгов — особенно краткосрочных — в сравнении с увеличением прибыли нефинансовых компаний, т. е. накопление финансовой хрупкости, трактуется сторонниками этой концепции как ключевой аспект трансформации циклического подъема в циклический кризис. Они полагают, что именно гипотеза финансовой хрупкости наиболее глубоко и полно объясняет как Великую рецессию, так и региональные кризисы типа Европейского долгового кризиса начала 2010-х гг. Акцент же на внутренне присущую капитализму нестабильность делает данную концепцию примером посткейнсианского подхода к анализу деловых циклов (Carvalho, 1992).

За последние десять лет динамика финансовой хрупкости исследовалась на данных США, России, ряда стран Западной Европы и Латинской Америки. А вот ази-

атские страны пока не в «фокусе» приверженцев гипотезы финансовой нестабильности. Например, из представителей «азиатских тигров» только частный сектор Южной Кореи (Розмаинский, Селицкий, 2021) анализировался на предмет исследования того, как меняются режимы финансирования фирмами своих расходов в ходе деловых циклов.

Данная статья посвящена рассмотрению «отношений» между динамикой макроэкономической конъюнктуры и изменениями в степени финансовой хрупкости частного сектора Гонконга. Этот регион представляет интерес и как один из представителей «азиатских тигров»; и как образец рыночной экономики с «атмосферой *laissez faire*» (Jones et al., 1993, p. 134) — низкими налогами и условиями ведения бизнеса, приближенными к идеальным (например, в 2013 г. он занял первое место в рейтинге экономической свободы, вычисляемом фондом Heritage Foundation); и как один из ведущих международных финансовых центров мира; и как пример хозяйства, в котором около 90 % ВВП обеспечивается сферой услуг.

Мы попытались разобраться, существует ли связь между увеличением доли финансово хрупких фирм и переходом от циклического подъема к циклическому кризису в частном нефинансовом секторе Гонконга в XXI в. Кроме того, мы хотели выяснить, какой режим финансирования в целом доминировал среди ведущих фирм Гонконга, а также какие отрасли экономики этого региона оказались самыми финансово хрупкими за исследуемый временной интервал.

В ходе эмпирического анализа рассмотрена динамика финансовой хрупкости выбранных фирм за период 2006–2022 гг. в Гонконге. Для классификации фирм на основании анализа финансовых данных были использованы критерии, разработанные в работах Р. Маллигана (Mulligan, 2013) и Х. Ниши (Nishi, 2019). За исключением отдельных годов рассматриваемого периода, критерий Маллигана был применен к 94 ведущим по капитализации фирмам Гонконга, а критерий Ниши — к 99 фирмам этой страны.

2. Гипотеза финансовой нестабильности: основные аспекты теоретических постулатов и критериев для эмпирических исследований

Как известно, в соответствии с гипотезой финансовой нестабильности, финансовые и экономические кризисы являются неотъемлемой чертой капиталистической экономики и возникают циклически из-за нарастания нестабильности в ходе длительных периодов процветания. Х. Мински утверждал, что в такие периоды предприятия-инвесторы и финансовые учреждения становятся более самоуверенными и берут на себя больший риск, чтобы увеличить свою прибыль. В результате экономика постепенно становится все более хрупкой и уязвимой при даже незначительных потрясениях.

Как известно, Х. Мински разделил режимы финансирования фирмами инвестиций на три типа или режима: хеджевый (когда текущих финансовых поступлений достаточно для выполнения всех текущих долговых обязательств), спекулятивный и Понци. В период длительной экономической стабильности фирмы легко получают кредиты, что приводит к увеличению инвестиций, оптимизма и увеличению количества предложений от финансовых учреждений, готовых предоставить деньги в долг. Однако инвесторы недооценивают риски, и отношение текущих долговых обязательств к текущим финансовым поступлениям постепенно увеличивается. В такой ситуации некоторые фирмы переходят на спекулятивный режим фи-

нансирования, означающий, что у фирм недостаточно средств для выплаты основной суммы долга; поэтому фирмы вынуждены брать новые займы для погашения своих долгов.

Чуть позже наступает момент, когда вероятность перехода фирм из спекулятивного режима финансирования в режим Понци-финансирования оказывается довольно высокой. Это происходит из-за повышения процентных ставок или роста издержек: при Понци-режиме компания не способна выплатить не только основную сумму долга, но и проценты по нему (Vyamatnina & Pakhnin, 2014), и начинает прибегать к получению растущего объема новых кредитов для погашения текущих долговых обязательств.

Как только происходит шок (например, резкое прекращение финансирования со стороны кредиторов), он может вызвать каскад дефолтов, которые приведут к экономическому спаду. Таким образом, Х. Мински утверждал, что стабильность де-стабилизирует: «... периоды экономической стабильности генерируют экономическую нестабильность» (Tymoigne, 2009, p. 2); кризисы возникают внутри экономики, эндогенно и являются закономерным явлением, поскольку длительное процветание усыпляет бдительность экономических агентов и побуждает их переходить к «хрупким» — спекулятивному и Понци-режимам финансирования (Nikolaïdi & Stockhammer, 2017).

Таким образом, «деловой цикл можно воспринимать как изменение степени хрупкости экономики» (Розмаинский и др., 2023, с. 249).

В своей книге «Стабилизируя нестабильную экономику» Х. Мински (Minsky, 1986) предлагал разнообразные решения в области экономической политики для смягчения финансовой нестабильности, включая поддержание финансовых поступлений «хрупких» экономических единиц посредством стимулирующей фискальной политики, выполнение центральным банком функции кредитора последней инстанции, а также усиление государственного регулирования финансового сектора вплоть до ограничений краткосрочного финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

Теория Мински приобрела актуальность уже после смерти ее автора в 1996 г., когда произошло несколько финансовых кризисов в разных регионах в конце 1990-х гг. и особенно когда случилась Великая рецессия. Именно драматические события этого периода стали толчком для проведения эмпирических исследований на базе гипотезы финансовой хрупкости.

Ключевой аспект эмпирических приложений данной теории связан с анализом того, как меняется доля фирм, характеризующихся хеджевым, спекулятивным и Понци-режимами финансирования в зависимости от хода делового цикла. Гипотезу финансовой нестабильности можно считать хотя бы частично подтвержденной, если доля Понци-фирм достигает максимума по мере приближения к экономическому кризису, проявляющемуся в виде падения ВВП, или в разгар такого кризиса. Соответственно, доля хеджевых фирм должна характеризоваться противоположным характером динамики.

К настоящему времени ученые разработали несколько критериев, на основе которых фирмы классифицируются как хеджевые, спекулятивные и Понци-единицы. Они обобщены — хотя не в полной мере, т. к. периодически появляются новейшие индикаторы — в таблице 1.

Первые два критерия — заимствованные, во-первых, из работ Р. Маллигана (Mulligan, 2013; Mulligan et al., 2014), а во-вторых, из работ (Damodaran, 2011; Бешенов, Розмаинский, 2015) соответственно — основаны на индексе процентного покрытия, представляющего собой частное от деления некоего показателя прибыли (различающегося для разных критериев) на процентные платежи. Если получившийся индикатор меньше нуля, то данная экономическая единица (фирма) рассматривается как характеризующаяся Понци-режимом финансирования, а если индикатор больше некоей положительной величины — для первого критерия — Маллигана — эта величина равна 4 — то экономическая единица рассматривается как характеризующаяся хеджевым режимом финансирования. Все остальные экономические единицы рассматриваются как характеризующиеся спекулятивным режимом финансирования.

Частично похожим образом рассчитывается индикатор, предложенный Торресом Фильо с соавторами (Filho et al., 2019), только показатель прибыли (причем валовой, а не чистой) помещается в знаменатель, а процентные выплаты — в числитель, при этом они дополняются суммой краткосрочных обязательств. Если этот показатель меньше единицы, то фирма, «обладающая» таким индикатором, является хеджевой, а если больше единицы, то, в зависимости от некоторых прочих характеристик, оказывается отнесенной к «хрупким» режимам финансирования — спекулятивному или Понци-режиму.

С этим методом частично схож метод Л.Е. Дэвис и ее соавторов (Davis et al., 2019): его применение заключается в том, что из финансовых поступлений вычитаются проценты и часть основной суммы долга.

Наконец, критерий Хироши Ниши (Nishi, 2019) отчасти похож на предыдущий метод, но «рассматривает» разность между операционной прибылью и расходами на выплату дивидендов, процентные платежи и инвестиции; «причем все эти притоки и оттоки выражаются в единицах капитала фирмы» (Розмаинский и др., 2023, с. 250).

В данной работе анализ динамики финансовой хрупкости фирм Гонконга будет проведен на основе двух критериев — Маллигана как самого часто используемого индикатора и Ниши как, возможно, наиболее близко отражающего «дух» учения Х. Мински — о чем подробнее будет сказано ниже.

3. Эмпирические приложения гипотезы финансовой нестабильности: обзор современной литературы

За последние десять лет эмпирические исследования динамики финансовой хрупкости компаний нефинансового сектора по ходу делового цикла были проведены в отношении Бразилии (Torres Filho et al., 2019; Feijo et al., 2021a; Feijo et al., 2021b), Чили (Budnevich Portales et al., 2021), этих двух стран и некоторых других государств Латинской Америки (Caldentey et al., 2019), США (Mulligan, 2013; Davis et al., 2019; Розмаинский и др., 2023), России (Perepelkina & Rozmainsky, 2023), Греции (Бешенов, Розмаинский, 2015), (с акцентом на связь с расходами на НИОКР) Испании (Laborda et al., 2021) и некоторых других стран Западной Европы (Розмаинский и др., 2022). В большинстве этих исследований — но не во всех из них — основной тезис гипотезы финансовой нестабильности подтверждался: доля компаний, характеризующихся Понци-режимом финансирования, достигала

Таблица 1

Критерии классификации фирм по режимам финансирования

Table 1

Criteria for Classifying Firms by Financing Regime

Авторы метода классификации фирм	Формулы для критериев разграничения фирм на хеджевые, спекулятивные и Понци	Расшифровка символов, используемых в формулах
Маллиган (Mulligan, 2013; Mulligan et al., 2014)	Хеджевой режим: $ICR > 4$ Спекулятивный режим: $0 < ICR < 4$ Режим Понци: $ICR < 0$	ICR расшифровывается как Индекс процентного покрытия (<i>Interest coverage ratio</i>) и рассчитывается следующим образом: $Interest\ Coverage\ Ratio = \frac{Net\ Income + Interest\ Expense}{Interest\ Expense}$ Здесь <i>net income</i> — это чистая прибыль фирмы за отчетный период, а <i>interest expense</i> — процентные платежи
Бешенов, Розмаинский (2015)	Хеджевой режим: $ICR > 3$ Спекулятивный режим: $0 < ICR < 3$ Режим Понци: $ICR < 0$	Здесь ICR рассчитывается иначе: $Interest\ Coverage\ Ratio = \frac{EBIT}{Interest\ Expense}$ $EBIT$ — это прибыль до уплаты налогов и процентов
Торрес Фильо и соавторы (Torres Filho et al., 2019)	Хеджевой режим: $FFI \leq 1$ Спекулятивный режим: $FFI > 1$ и $FO < EBITDA$ Понци-режим: $FFI > 1$ и $FO > EBITDA$ или $EBITDA < 0$ и $STD > EBITDA$	FFI представляет собой коэффициент финансовой хрупкости. Он рассчитывается по следующей формуле: $FFI = \frac{(FO + STD)}{EBITDA}$ здесь FO — это процентные платежи; STD — краткосрочные обязательства; $EBITDA$ — прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации
Дэвис и соавторы (Davis et al., 2019)	Хеджевой режим: $r - i - p > 0$ Спекулятивный режим: $r - i - p < 0$ и $r - i > 0$ Понци-режим: $r - i < 0$	здесь: r — источники денежных средств; i — процентные выплаты; p — выплаты основной суммы долга
Ниши (Nishi, 2019)	Хеджевой режим: $r - g - i - d \geq 0$ и $r - i - d \geq 0$ Спекулятивный режим: $r - g - i - d < 0$ и $r - i - d \geq 0$ Понци-режим: $r - g - i - d < 0$ и $r - i - d < 0$	Здесь: r — операционная прибыль; i — процентные платежи; g — инвестиции фирмы в основной капитал; d — дивиденды. Все эти показатели нормированы по основному капиталу. Дивиденды вычисляются по следующей формуле: $d = RE_{t-1} - RE_t + NI,$ где RE_{t-1} — нераспределенная прибыль компании за прошлый период; RE_t — нераспределенная прибыль компании за текущий период; NI — чистая прибыль компании (за текущий период)

Источник: (Розмаинский, Селицкий 2021, с. 423; Розмаинский и др., 2023, с. 250).

максимума перед началом или в разгар Великой рецессии и / или кризиса, обусловленного пандемией COVID-19.

Исследования связей между циклически происходящими кризисами и динамикой финансовой хрупкости частного сектора стран Азии посредством инструментария теории Х. Мински и его последователей на данный момент очень редки. Одной из часто цитируемых работ является ставшая уже почти классической упомянутая выше статья Х. Ниши (Nishi, 2019), в которой за довольно длительный период времени — с 1975 по 2015 гг. — анализируется накопление финансовой хрупкости японских компаний разного размера и специализации. Хироши Ниши пришел к выводу, что доминирующим режимом финансирования японских компаний был спекулятивный режим и что к финансовой хрупкости более склонны малые фирмы, функционирующие в сфере услуг. При этом накопление финансовой хрупкости в целом носило контрциклический характер для фирм из сектора обрабатывающей промышленности и не зависело от хода делового цикла для фирм из сектора услуг — эти результаты противоречат выводам, следующим из гипотезы финансовой нестабильности (Nishi, 2019, p. 615); напомним, что последняя приводит к заключению о том, что компании становятся более финансово хрупкими в ходе повышательной фазы цикла.

В работе (Розмаинский, Селицкий, 2021) анализировалось накопление финансовой хрупкости частных фирм Южной Кореи в связи с ходом деловых циклов и динамикой кризисных тенденций за период с 2005 по 2019 гг. В результате исследования на основе всех пяти вышеперечисленных критериев классификации фирм на три режима финансирования было выявлено два заметных случая падения доли хеджевых компаний. Первый случай охватывает временной интервал непосредственно перед Великой рецессией, а второй случай — период с 2016 г. по 2019 г., т. е. отрезок времени перед кризисом, спровоцированным пандемией коронавируса (Розмаинский, Селицкий, 2021, с. 429–430). При этом все критерии классификации фирм, кроме индикатора, предложенного Х. Ниши (Nishi, 2019), показали, что большинство южнокорейских компаний — хеджевые, а наиболее велика доля Понци-единиц в фармацевтической отрасли, в соответствии со всеми критериями без исключений.

Наконец, в статье (Сяо и др., 2018) гипотеза финансовой нестабильности была применена к данным экономики Китая за 1998–2013 гг. Авторы этой статьи на основе проведенного анализа пришли к выводу, что динамика левериджа — отношения задолженности к собственному капиталу — носила в рассматриваемый период контрциклический характер, а объем задолженности оказывает значимое отрицательное влияние на величину инвестиций в периоды экономической экспансии. Отсюда следует, что в Китае нет очевидных предпосылок для возникновения «момента Мински», т. е. точки перехода экономического цикла от длительного подъема к быстрому спаду. Соответственно, С. Сяо с соавторами пришли к выводу, что гипотеза финансовой нестабильности не применима к китайской экономике, т. к. ее институциональная среда отличается от институциональной среды западных экономик с их «свободными финансовыми рынками» (хотя в работе (Pedrosa, 2019) на данных США было показано, что динамика левериджа может быть неадекватным индикатором для измерения накопления финансовой хрупкости, например, его падение может сопровождаться увеличением частоты применения спекулятивного и Понци-режимов финансирования). Государство сильно влияет

на доступность финансовых ресурсов для китайских компаний. Тем не менее авторы данной статьи признали, что Китай стоит перед серьезными финансовыми проблемами, и вопрос уменьшения левериджа — очень важный и актуальный.

Хотя Гонконг имеет статус особого административного района КНР, он сохраняет значительную правовую, экономическую и финансовую автономии от Китая. Макроэкономические и финансовые закономерности в Китае и Гонконге могут проявляться по-разному. При этом гипотеза финансовой нестабильности пока что не применялась для анализа Гонконга. Данная статья призвана восполнить этот пробел.

4. Институциональная среда и макроэкономическая динамика Гонконга

Гонконг известен высокой степенью свободы предпринимательства и минимальными ограничениями внешней торговли и перемещения капитала, что делает его одной из самых открытых и ориентированных на мировой рынок экономик в мире (Jones et al., 1993). Именно в Гонконге расположены филиалы большинства (если не всех) крупнейших мировых финансовых компаний и банков — так, в 2012 г. активы этих филиалов в 7 раз превышали гонконгский ВВП (He, 2013, p. 300). Как уже отмечалось ранее, в 2013 г. Гонконг занял первое место в рейтинге экономической свободы, вычисляемом фондом Heritage Foundation, и является одним из ведущих международных финансовых центров мира, а точнее, в тройке самых значимых, наряду с Нью-Йорком и Лондоном. Неслучайно Гонконг отнесли к особой категории быстрорастущих стран Юго-Восточной Азии — «азиатским тигром» — наряду с Южной Кореей, Сингапуром и Тайванем.

Нельзя не упомянуть и такую характеристику, как низкие налоги (Jones et al., 1993). Так, в Гонконге налог на прибыль, в зависимости от ее размера, составляет 8,25 % или 16,5 %, в то время как в России — 20 % (и скоро будет 25 %), в США — 21 %, в Южной Корее — 24 %, в Великобритании, Франции и Китае — 25 %, Германии — 30 %, Японии — 31 %, Бразилии — 34 %. При этом доля государственных расходов в ВВП в Гонконге составляет традиционно менее 20 %. Одним из ответов на азиатский кризис 1997 г. стала «волна» приватизации и укрепление «деловой среды», благоприятной для частных корпораций (Chung & Ngai, 2007).

Экономика Гонконга в основном определяется сектором услуг, на долю которого приходится около 90 % ВВП. В частности, финансовые услуги, торговля и логистика играют важную роль в экономике. К концу 2022 г. суммарная рыночная капитализация фондового рынка Гонконга составила около 41,53 трлн гонконгских долларов, или около 5,31 трлн долл. США; для сравнения — аналогичный показатель для фондового рынка Сингапура составил тогда же около 1,79 трлн долл. США (Zeng, 2024). При этом большую долю услуг оказывают частные фирмы. Они вносят значительный вклад в ВВП, предоставляя ряд услуг в таких сферах, как банковское дело, страхование, недвижимость (32 % от ВВП в 2010 г., см.: (He, 2013)), туризм (по состоянию на 2017 г. Гонконг являлся самым посещаемым городом мира среди туристов) и транспорт. Таким образом, и институциональная среда, и отраслевая структура экономики Гонконга очень сильно отличаются от китайских.

«Темной» стороной этих институциональных и макроэкономических характеристик являются низкая для постиндустриального города минимальная оплата труда, неравномерное распределение дохода (коэффициент Джини в некоторые годы превышал 0,53) высокая доля людей, живущих ниже порога бедности (Ngan, 2002; Chan

et al., 2014; Goodstadt, 2014), чрезмерная опора на «индивидуальную ответственность» в ущерб социальной защите населения, особенно малоимущего (Chan, 2006).

Великая рецессия сильно ударила по экономике Гонконга, особенно по торговле товарами. Несмотря на это, Гонконг пережил кризис лучше, чем во время азиатского кризиса 1997 г., возможно, благодаря некоторым своевременным мерам экономической политики. Правительство приняло такие меры, как использование Обменного фонда для гарантирования депозитов и создание Фонда условного капитала для поддержания процентных ставок. Также была введена схема кредитных гарантий, стимулирующая более высокий инвестиционный спрос. Если смотреть на происходившее, используя инструментарий гипотезы финансовой нестабильности, то можно отметить, что подобные меры позволили поддержать на должном уровне финансовые поступления частных компаний, что предотвратило наихудший вариант развития событий в виде цепочки банкротств корпораций и обвального падения ВВП.

Экономика Гонконга неуклонно росла с 2010 г., пока в 2019 г. не разразилась пандемия COVID-19, вызвавшая резкое падение ВВП. Восстановление произошло в 2021 г. благодаря росту частного потребления и инвестиций. Стабильная эпидемиологическая обстановка на протяжении большей части года способствовала нормализации внутреннего спроса, хотя жесткий пограничный контроль продолжал оказывать давление на туристический сектор. Значительный вклад в восстановление внесли финансовые услуги и страхование, которые продолжали расти во время вспышки эпидемии. На рисунке 1 можно наблюдать динамику ВВП Гонконга в долларах США с 1999 г. по 2021 г.

При обсуждении институциональной среды Гонконга — как и других регионов и стран с доминирующей ролью китаеязычного населения — важно учитывать концепцию сетей взаимопомощи, или гуаньси (关系); это слово можно перевести как «отношения» или «связи», и оно относится к сетям социальных связей, созда-

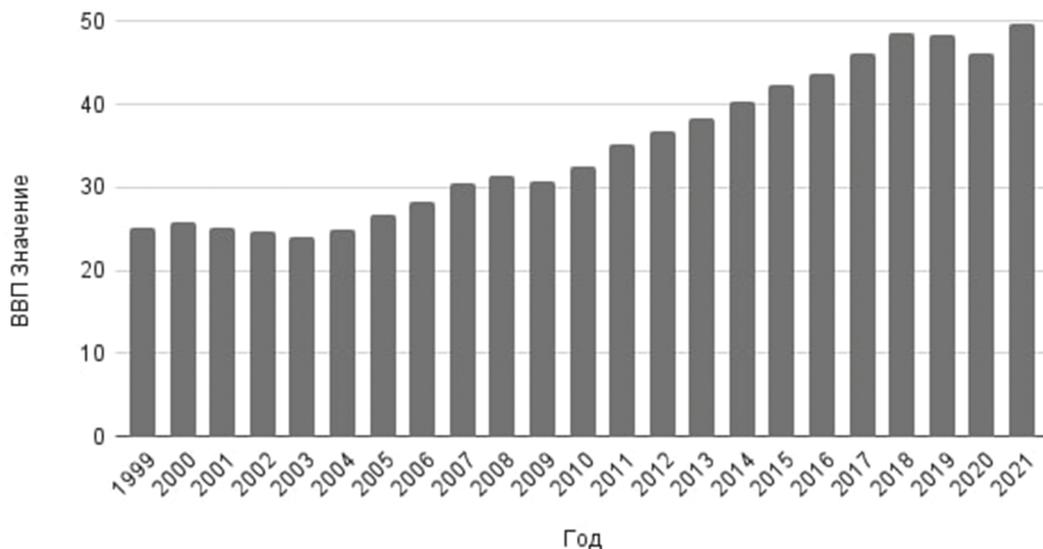


Рис. 1. Динамика ВВП Гонконга в долларах США в 1999–2021 гг. (источник: The World Bank. <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 23.04.2023))

Fig. 1. Hong Kong GDP Dynamics in US Dollars (1999–2021)

ющихся людьми с течением времени, посредством взаимных обязательств и одолжений. Гуаньси является важнейшим неформально-институциональным фактором предпринимательского поведения в китайскоязычных странах и регионах, а культурной основой для гуаньси является Конфуцианская этика (Luo, 2007; Su et al., 2023).

Понятие гуаньси можно использовать для понимания накопления финансовой хрупкости частного сектора в Гонконге и других китайскоязычных регионах и странах в начале XXI в. Гуаньси могут содействовать росту объема сделок, в т. ч. и с использованием долга, поскольку создает основу для доверия и хороших взаимоотношений с потенциальными партнерами или клиентами. Таким образом может решаться проблема нехватки денежных ресурсов для развития предприятий. С помощью гуаньси бизнесмены в Гонконге способны устанавливать значимые связи и завоевывать прочную репутацию, что необходимо для успеха на этих высококонкурентных рынках. При этом гуаньси нередко ассоциируется с понятием «лица» (*mianzi*) — представлением о том, что репутация и социальное положение человека являются важными факторами в деловых отношениях (Luo, 2007, p. 14).

В целом культурные и социальные нормы, которые «отдают приоритет» быстрому экономическому развитию, могут санкционировать растущее накопление долга в частном корпоративном секторе. В таком обществе может существовать тенденция ставить деловой и финансовый успех выше личного или общественного благополучия. Кроме того, практика сохранения положительного имиджа в деловых отношениях может подтолкнуть компании к тому, чтобы брать больше долгов, чем они могут «выдержать», чтобы поддерживать определенный уровень престижа и репутации. Иными словами, компании соглашаются взять долг, чтобы не показаться финансово слабыми.

Таким образом, долговые кризисы, охватывавшие Гонконг, в некоторой степени могли быть связаны с существованием сетей гуаньси в частном секторе. Эти долговые кризисы вызвали значительные финансовые потери для инвесторов и подчеркнули необходимость более строгого регулирования рынка частных долговых обязательств в этом регионе. В то же время, указанное накопление финансовой хрупкости никогда не принимало таких масштабов, которые имели место, например, в странах Южной Европы (Бешенов, Розмаинский, 2015; Розмаинский и др., 2022). Отчасти это может быть связано с отсутствием политики жесткой экономии (в частности, увеличенного налогообложения) в Гонконге, отчасти — с тем, что гуаньси не способствуют краткосрочному финансированию долгосрочных проектов (что, согласно Х. Мински, может часто порождать подверженность Понци-финансированию, см.: (Minsky, 1986)), отчасти — с целенаправленной политикой денежных властей региона по поддержанию финансовой стабильности. То есть, с одной стороны, гуаньси могут способствовать развитию долговых отношений, но с другой стороны, их неформальный характер и ориентация на поддержание долгосрочных связей (Luo, 2007) могут не приводить к быстрому накоплению финансовой хрупкости, характерному для некоторых европейских стран и США в последние десятилетия. Гуаньси «развиваются и укрепляются благодаря постоянному, долгосрочному сотрудничеству и взаимодействию. Напротив, социальные транзакции на Западе обычно рассматриваются как изолированные явления, при этом большое внимание уделяется немедленной выгоде от взаимодействия» (Luo, 2007, p. 11).

В целом вопрос о связи между гуаньси и динамикой финансовой хрупкости нуждается в дальнейшем изучении.

5. Анализ динамики финансовой хрупкости фирм Гонконга на основе критерия Маллигана

Для классификации фирм по режимам финансирования, согласно критерию Маллигана, нужно рассчитать индекс, или коэффициент процентного покрытия (*Interest coverage ratio*). Мы уже упоминали, по какой формуле его следует рассчитывать, приводим ее еще раз (1):

$$ICR = \frac{Net\ Income + Interest\ Expense}{Interest\ Expense}, \quad (1)$$

где *Net Income* — чистая прибыль фирмы за отчетный период; *Interest Expense* — процентные платежи.

В соответствии с идеями Р. Маллигана (Mulligan, 2013; Mulligan et al., 2014), у фирм, характеризующихся величиной коэффициента покрытия процентов, равной 4 или превышающей это число, достаточно финансовых поступлений для выполнения всех долговых обязательств. Поэтому их можно считать хеджевыми экономическими единицами. Отрицательное значение этого индикатора указывает на принадлежность компании Понци-режиму. Все остальные фирмы трактуются как спекулятивные. «Недостатком этого критерия является очевидная произвольность выбора числа 4 как основания для разделения между хеджевыми и спекулятивными фирмами» (Розмаинский, Селицкий, 2021, с. 422). Однако указанный недостаток не мешает популярности применения данного показателя в силу доступности нужных для его использования параметров и простоты его использования.

Данные для эмпирического анализа на основе этого критерия были взяты из баз данных на английском языке: Crunchbase, Yahoo.finance, WSJ (World Street Journal), Macrotrends и др., а также из ежегодных финансовых отчетов отдельных фирм Гонконга на английском и китайском языках. Мы проанализировали компании частного сектора Гонконга на предмет принадлежности к хеджевому, спекулятивному и Понци-режимам финансирования за период с 2006 г. по 2022 г.; за исключением отдельных годов, наша выборка составила 94 фирмы. Кроме того, мы провели отраслевой анализ, пытаясь определить, в каких отраслях за указанный период времени доминировали хеджевые экономические единицы, а в каких — финансово хрупкие, т. е. спекулятивные и Понци-фирмы.

На рисунке 2 изображена динамика долей фирм с хеджевым, спекулятивным и Понци-финансированиями с 2006 г. по 2022 г. в Гонконге (см. также табл. 2). На протяжении всего периода процент фирм с хеджевым режимом финансирования был достаточно высок, достигая своего пика в 2010 г. — 86,2 %. Наименьший процент фирм с хеджевым финансированием был обнаружен в 2007, 2008 и 2020 гг. (52,1 %, 52,1 % и 57,4 % соответственно). В 2007 г. и 2008 г. наблюдается наибольшее количество фирм со спекулятивным финансированием (29,8 % и 31,9 % соответственно). Доля Понци-фирм была максимальной в 2007, 2020 и 2022 гг. (18,1 %, 20,2 %, 19,1 % соответственно). Такая ситуация объясняется кризисными тенденциями в экономике в 2008 г., а также пандемией коронавируса и вызванными в связи с этим политическими и экономи-

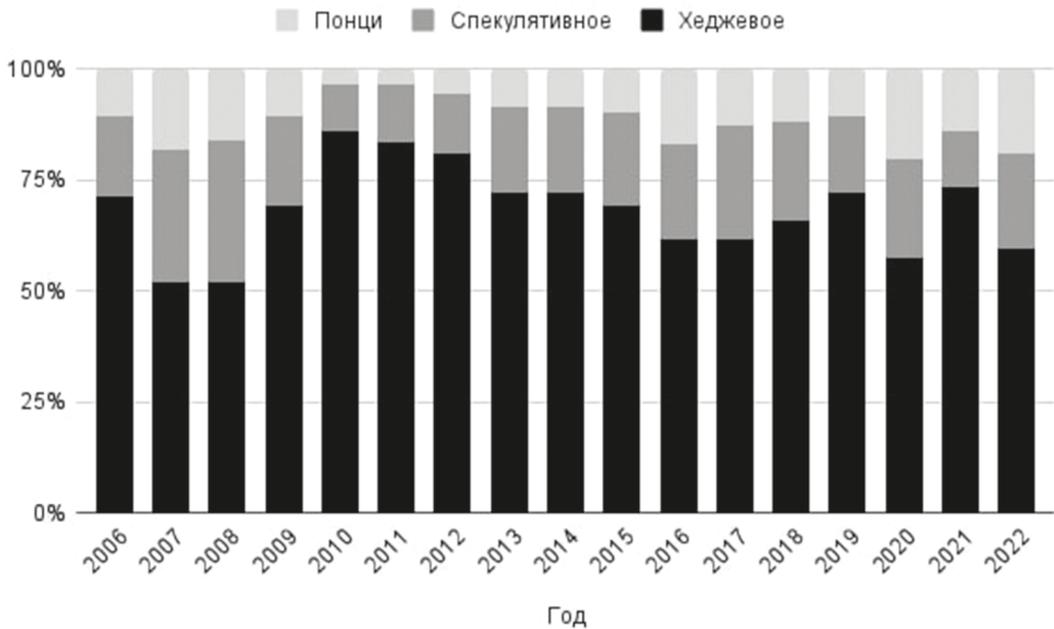


Рис. 2. Динамика долей фирм с хеджевым, спекулятивным и Понци-финансированиями в Гонконге с 2006 г. по 2022 г. согласно критерию Маллигана (источник: расчеты авторов)

Fig. 2. Share of Firms with Hedge, Speculative, and Ponzi Financing in Hong Kong (2006–2022) per Mulligan Criterion

Таблица 2

Динамика количества фирм трех разных режимов финансирования согласно критерию Маллигана в 2006–2022 гг.

Table 2

Number of Firms by Financing Regime (2006–2022) per Mulligan Criterion

Год	Хеджевые фирмы	Спекулятивные фирмы	Понци-фирмы
2006	60	15	9
2007	49	28	17
2008	49	30	15
2009	65	19	10
2010	81	10	3
2011	77	12	3
2012	76	13	5
2013	68	18	8
2014	68	18	8
2015	65	20	9
2016	58	20	16
2017	58	24	12
2018	62	21	11
2019	68	16	10
2020	54	21	19
2021	69	12	13
2022	56	20	18

Источник: расчеты авторов.

ческими ограничениями. Можно сказать, что в периоды рецессий частный сектор экономики Гонконга сталкивался в значительной мере с проблемой финансовой хрупкости, и это согласуется с выводами, следующими из гипотезы финансовой нестабильности. В то же время, снижение доли хеджевых экономических единиц в 2016–2017 гг. и последующее их увеличение в 2018–2019 гг. не соответствует заключениям, к которым приводит рассматриваемая нами гипотеза, поскольку в 2016–2018 гг. в рассматриваемой экономике наблюдался экономический подъем, но устойчивого снижения доли хеджевых фирм и, соответственно, накопления финансовой хрупкости не происходило (см. также второй абзац Заключения). В целом с 2010 г. по 2022 г. можно наблюдать тенденцию, характеризующуюся уменьшением доли хеджевых компаний. Иными словами, увеличивается доля финансово хрупких фирм — экономических единиц, характеризующихся спекулятивным и Понци-режимами финансирования. Следовательно, можно утверждать, что за упомянутый период времени в частном секторе экономики Гонконга накапливалась финансовая хрупкость.

Наибольшее количество Понци-фирм — в отраслях туризма, транспорта и энергетики (рис. 3). Такие тенденции можно объяснить ограничением в передвижениях в связи с санитарными мерами региона, а также оттоком иностранных инвесторов в связи с мировым кризисом и сложными экономическими посткоронавирусными регуляциями. Большая доля хеджевых фирм в отраслях обрабатывающей промышленности и технологий может быть обусловлена увеличением спроса на товары высокой степени обработки и вызванной пандемией COVID-19 ускоренной цифровизацией. Впрочем, слишком малое количество фирм в отрасли «обрабатывающая промышленность» (табл. 3) в нашей выборке не позволяет сильно доверять полученному результату.

Таблица 3

Распределение фирм по отраслям экономики согласно критерию Маллигана

Table 3

Distribution of Firms by Economic Sector per Mulligan Criterion

Отрасли	Хеджевые фирмы	Спекулятивные фирмы	Понци-фирмы	Всего
Отели и туризм	5	6	8	19
Обрабатывающая промышленность	2	0	0	2
Технологии	5	3	2	10
Транспорт	2	4	3	9
Телекоммуникации	4	2	1	7
Биотехнологии	3	3	3	9
Еда и напитки	5	2	1	8
Недвижимость	10	4	5	10
Энергетика	3	1	2	6
Розничная торговля	3	1	1	5
Другое	5	2	2	9

Источник: расчеты авторов.

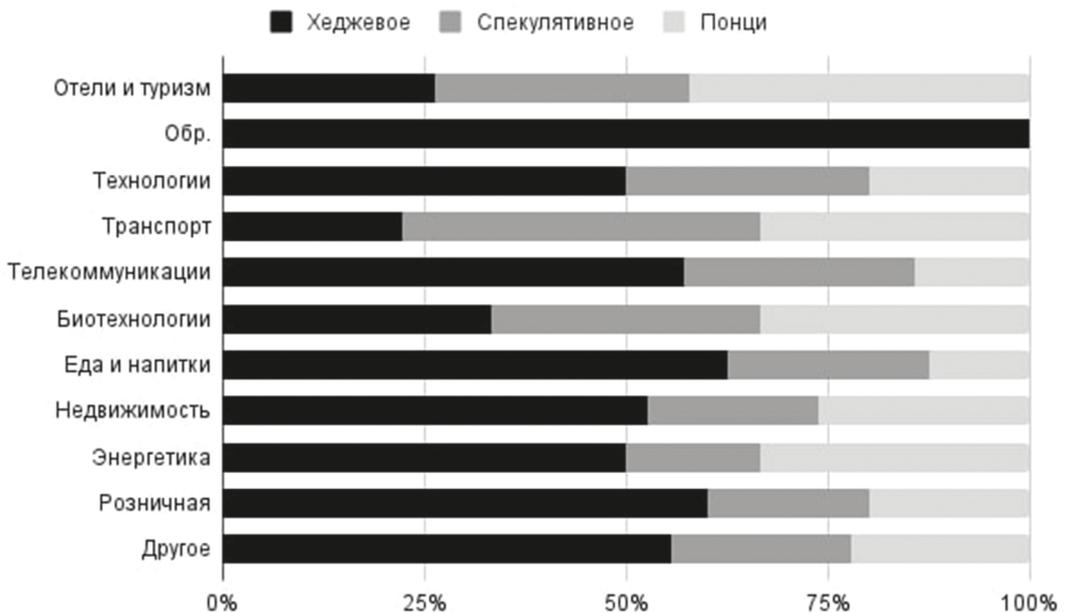


Рис. 3. Распределение фирм с разными режимами финансирования по отраслям в Гонконге согласно критерию Маллигана (источник: расчеты авторов)

Fig. 3. Distribution of Firms by Financing Mode by Industry per Mulligan Criterion

6. Анализ динамики финансовой хрупкости фирм Гонконга на основе критерия Ниши

При расчете критерия Ниши используются следующие показатели: i — процентные платежи; r — операционная прибыль; g — инвестиции; d — выплачиваемые дивиденды.

Все эти показатели нормированы по основному капиталу.

Х. Ниши (Nishi, 2019) распределяет фирмы по видам финансирования в соответствии со следующими критериями:

Хеджевое:

$$r - g - i - d \geq 0$$

Спекулятивное:

$$r - g - i - d < 0, r - i - d \geq 0$$

Понци:

$$r - g - i - d < 0, r - i - d < 0$$

Применение данного метода не требует произвольного установления порогового значения коэффициента для проведения различия между спекулятивными и хеджевыми компаниями, как это предлагает делать Р. Маллиган при использовании своего метода классификации компаний. Этот аспект и учет дивидендных выплат может делать употребление критерия Ниши более близким «духу» теории Мински (Nishi, 2019, p. 588–590).

Ввиду того, что критерий Ниши использует больше переменных, чем критерий Маллигана, для поиска данных были задействованы «дополнительные» финансовые отчеты фирм Гонконга на китайском и английском языках. Как и при употреблении критерия Маллигана, в ходе применения метода Ниши мы проанализировали компании частного сектора Гонконга на предмет принадлежности к хед-

жевому, спекулятивному и Понци-режимам финансирования за период с 2006 г. по 2022 г.; за исключением отдельных годов, наша выборка составила 99 фирм.

В результате анализа на основе критерия Ниши можно наблюдать прирост доли фирм с Понци-финансированием в Гонконге в конце нулевых и в начале двадцатых годов XXI в., что связано с «переходами» к кризисным явлениям в данном регионе (см. рис. 4, табл. 4). Максимальная доля Понци-компаний наблюдалась в 2007 г. (23,9 %), 2020 г. (22,2 %) и 2022 г. (24,2 %). Применение критерия Ниши показывает, что перед обоими кризисами — Великой рецессией и «пандемийно-обусловленным» кризисом — происходило накопление финансовой хрупкости. Кроме того, как и при использовании критерия Маллигана, можно прийти к выводу, что в общем с 2010 г. по 2022 г. уменьшалась доля хеджевых компаний и увеличивалась доля финансово хрупких фирм. Если в 2010 г. доля хеджевых фирм составила 85,9 %, то в 2020 г. — 52,5 %, а в 2022 г. — 50,5 %, достигнув наименьшего значения за весь рассматриваемый период. Следовательно, за последние 12 лет экономика Гонконга становилась все более финансово хрупкой (этот вывод не удалось получить при использовании критерия Маллигана, возможно, потому что указанный критерий учитывает меньшее количество показателей). Реакцией властей на это был беспрецедентный рост государственных расходов, которые последовательно возрастали с (примерно) 406 млрд гонконгских долларов в 2014 г. до 474 млрд в 2017 г., 532 млрд в 2018 г., 609 млрд в 2019 г. и 820 млрд гонконгских долларов в 2020 г. Согласно логике гипотезы финансовой нестабильности, такая динамика государствен-

Таблица 4

Динамика количества фирм трех разных режимов финансирования согласно критерию Ниши в 2006–2022 гг.

Table 4

Number of Firms by Financing Regime (2006–2022) per Nishi Criterion

Год	Хеджевые фирмы	Спекулятивные фирмы	Понци-фирмы
2006	76	7	16
2007	63	10	23
2008	65	12	21
2009	71	9	19
2010	85	9	5
2011	79	15	5
2012	79	8	12
2013	71	18	10
2014	68	13	18
2015	70	20	9
2016	68	20	11
2017	60	25	14
2018	61	26	12
2019	74	15	10
2020	52	25	22
2021	75	9	15
2022	50	25	24

Источник: расчеты авторов.



Рис. 4. Динамика долей фирм с хеджевым, спекулятивным и Понци-финансированиями в Гонконге с 2006 г. по 2022 г. согласно критерию Ниши (источник: расчеты авторов)

Fig. 4. Share of Firms with Hedge, Speculative, and Ponzi Financing in Hong Kong (2006–2022) per Nishi Criterion

ных расходов увеличивала финансовые потоки частных компаний и должна бы помочь им хотя бы частично снизить степень своей финансовой хрупкости. До этого в годы Великой рецессии государственные расходы также были резко увеличены для поддержания финансовых поступлений частных хозяйствующих субъектов (Yang, 2009). Кроме того, Управление денежного обращения Гонконга (Hong Kong Monetary Authority) проводило целенаправленную политику по ограничению роста кредитования в периоды циклических подъемов для предотвращения чрезмерного увеличения задолженности гонконгских предприятий, не допуская «экстраординарного» роста леввериджа частных компаний (He, 2013). Это может объяснить доминирование в частном секторе фирм, характеризующихся хеджевым режимом финансирования.

При этом наибольшая доля фирм с Понци-финансированием наблюдается в транспортной и туристической индустриях — 47,4 % и 41,7 % соответственно (см. рис. 5, табл. 5). В таких отраслях, как обрабатывающая промышленность, еда и напитки, технологии, присутствует наибольшая доля фирм с хеджевым финансированием. Как уже отмечалось выше, слишком маленькое количество в выборке компаний из обрабатывающей промышленности не позволяет делать далеко идущие выводы относительно режима финансирования этой отрасли. В целом можно также отметить, что в отраслевом анализе (рис. 3, рис. 5) применение обоих критериев — Маллигана и Ниши — дает более схожие результаты, чем в динамическом анализе (рис. 2, рис. 4).

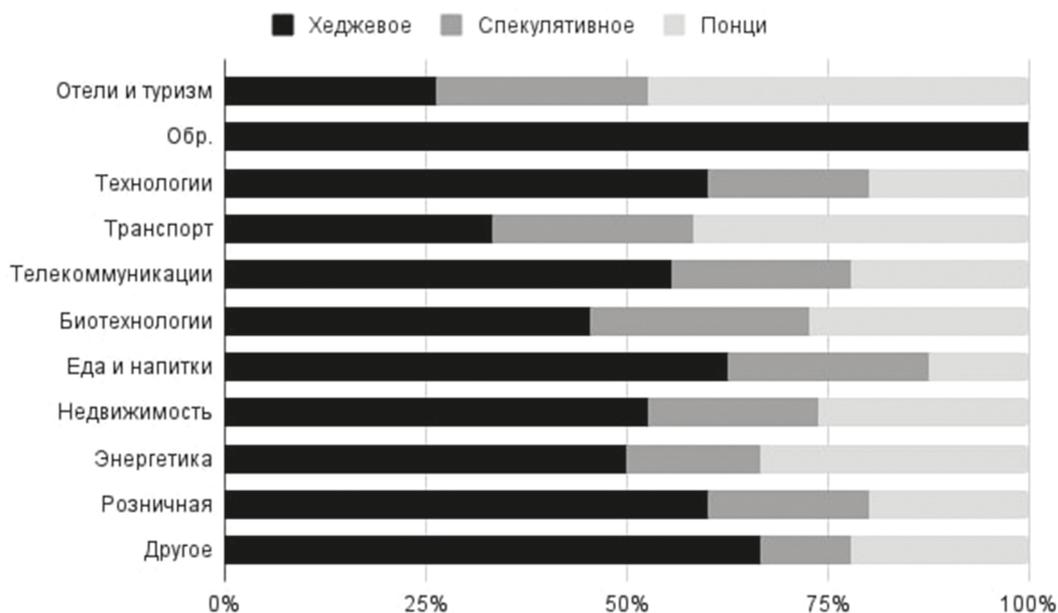


Рис. 5. Распределение фирм с разными режимами финансирования по отраслям в Гонконге согласно критерию Ниши (источник: расчеты авторов)

Fig. 5. Distribution of Firms by Financing Regime by Industry per Nishi Criterion

Таблица 5

Распределение фирм по отраслям экономики согласно критерию Ниши

Table 5

Distribution of Firms by Economic Sector per Nishi Criterion

Отрасли	Хеджевые фирмы	Спекулятивные фирмы	Понци-фирмы	Всего
Отели и туризм	5	5	9	19
Обрабатывающая промышленность	2	0	0	2
Технологии	6	2	2	10
Транспорт	4	3	5	12
Телекоммуникации	5	2	2	9
Биотехнологии	5	3	3	11
Еда и напитки	5	2	1	8
Недвижимость	10	4	5	10
Энергетика	3	1	2	6
Розничная торговля	3	1	1	5
Другое	6	1	2	9

Источник: расчеты авторов.

7. Заключение

Авторы статьи пытались понять, накапливалась ли финансовая хрупкость ведущих частных компаний Гонконга в период с 2006 г. по 2022 г. по мере приближения кризисов или нет. Утвердительный ответ на этот вопрос позволяет, по мень-

шей мере, не отвергать тезис, что «стабильность дестабилизирует»: длительное процветание притупляет бдительность фирм и их кредиторов, подталкивая к применению хрупких режимов финансирования. Проведенное исследование продемонстрировало, что гипотеза финансовой хрупкости — протестированная посредством применения критериев Маллигана и Ниши — в некоторой степени подтверждается для частных компаний Гонконга: в течение 1–2 лет перед началом Великой рецессии количество и доля фирм, характеризующихся использованием хрупких режимов финансирования — спекулятивного и Понци — увеличивались. Согласно критерию Ниши (но не критерию Маллигана), аналогичная динамика наблюдалась перед началом кризиса, обусловленного пандемией COVID-19. В то же время, высокая доля финансово хрупких компаний в 2016–2017 гг. в сочетании с ее снижением в 2018–2019 гг., согласно критерию Маллигана, плохо согласуется с теми выводами, к которым приводит гипотеза финансовой нестабильности.

При этом доминирующий режим финансирования компаний Гонконга — хеджевый, что похоже на ситуацию с динамикой финансовой хрупкости в частном секторе Южной Кореи (Розмаинский, Селицкий, 2021) и Франции (Розмаинский и др., 2022) в конце нулевых — десятых годов XXI в. и сильно отличается от того, происходило в то же самое время в странах Южной Европы (Бешенов, Розмаинский, 2015; Розмаинский и др., 2022) и Японии (Nishi, 2019). Одной из причин этого могло быть отсутствие политики жесткой экономии в Гонконге, по меньшей мере, из-за того, что типичная ситуация для этой страны — бюджетный профицит (Fong, 2015), и власти были готовы идти на бюджетный дефицит в кризисные годы «в разумных пределах» (Yang, 2009). Другая возможная причина — целенаправленная политика управления денежного обращения Гонконга по ограничению роста банковского кредитования в периоды циклических подъемов для предотвращения чрезмерного увеличения задолженности предприятий (He, 2013). Иными словами, денежные власти региона проводили политику по недопущению трансформации кризисов в повторение Великой депрессии, например, учреждение в конце нулевых Условного банковского механизма привлечения капиталов (Contingent Bank Capital Facility, см. (Yang (2009)) для предоставления дополнительных финансовых средств вновь регистрируемым местным банкам. Это согласуется с практическими выводами из гипотезы финансовой нестабильности.

Отраслевой анализ показал, что самыми финансово хрупкими отраслями Гонконга являются транспортная и туристическая сферы; большое количество Понци-фирм в секторе туризма отчасти связано с ограничениями, введенными в Гонконге из-за пандемии COVID-19. Эти результаты могут быть важны при формировании эффективной структурной политики в этом регионе.

Список источников

Бешенов, С. В., Розмаинский, И. В. (2015). Гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински и долговой кризис в Греции. *Вопросы экономики*, (11), 120–143. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2015-11-120-143>

Розмаинский, И. В., Миндубаева, К. И., Яковлева, Е. К. (2022). Анализ нефинансового частного сектора Франции на основе гипотезы финансовой нестабильности. *Terra Economicus*, 20(1), 6–26. <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2022-20-1-6-26>

Розмаинский, И. В., Селицкий, М. (2021). Подтверждение гипотезы финансовой нестабильности на данных частных фирм Южной Кореи. *Журнал экономической теории*, 18(3), 417–432. <https://doi.org/10.31063/2073-6517/2021.18-3.7>

- Розмаинский, И. В., Денисова, Н. Н., Плотникова, В. А. (2023). Динамика финансовой хрупкости компаний нефинансового частного сектора США. *AlterEconomics*, 20(1), 246–270. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.12>
- 夏晓华, 彭方平, 展凯. (2018). 经济负债, 金融稳定与明斯基周期. *经济理论与经济管理*, (5). <http://jll.ruc.edu.cn/CN/PDF/12983?token=8e54527c87db40de8a63dcb6177611f9> (Сяо Сяохуа, Пень Фанпинь, Жан Каи (2018). Экономический долг, финансовая стабильность и циклы Мински. *Экономическая теория и управление экономикой*, (5). <http://jll.ruc.edu.cn/CN/PDF/12983?token=8e54527c87db40de8a63dcb6177611f9> (дата обращения: 06.07.2024)
- Budnevich Portales, C., Favreau, Negront, N., Caldenteu, E. P. (2021). Chile's thrust towards financial fragility. *Investigación Económica*, 80(315), 81–106. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2021.315.77041>
- Caldenteu, E. P., Favreau Negront, N., Méndez Lobos, L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3), 335–362. <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1616563>
- Carvalho, F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and Post Keynesians: Principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot: Edward Elgar Publishing, 256.
- Chan, A. C. M., Cheung, S. Y. L., Lai, T. C. K. (2014). Widening of poverty a gap: A condition of governance crisis in Hong Kong. *Advances in Applied Sociology*, 4(3), 69–84. <http://dx.doi.org/10.4236/aasoci.2014.43012>
- Chan, R. K. H. (2006). Risk and its management in post-financial crisis Hong Kong. *Social Policy & Administration*, 40(2), 215–229. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9515.2006.00485.x>
- Chung, C. Y., Ngai, P. (2007). Neoliberalization and privatization in Hong Kong after the 1997 financial crisis. *China Review*, 7(2), 65–92.
- Damodaran, A. (2011). *Applied corporate finance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 981.
- Davis, L. E., De Souza, J. P. A., Hernandez, G. (2019). An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. *Cambridge Journal of Economics*, 43(3), 541–583. <http://dx.doi.org/10.1093/cje/bey061>
- Feijo, C., Lamônica, M. T., da Silva Lima, S. (2021a). Investment cycle of the Brazilian economy: A panel cointegration analysis of industrial firms based on Minsky's financial instability hypothesis—2007–2017. *Journal of Post Keynesian Economics*, 44(4), 604–622. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1840277>
- Feijo, C., Lamônica, M. T., Lima, S. D. S. (2021b). The Brazilian investment cycle: Financial fragility of the industrial sector. *Investigación Económica*, 80(317), 34–57. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2021.317.78308>
- Fong, B. (2015). The politics of budget surpluses: The case of China's Hong Kong SAR. *International Review of Administrative Sciences*, 81(1), 134–157. <http://dx.doi.org/10.1177/0020852314565544>
- Goodstadt, L. F. (2014). *Poverty in the midst of affluence: How Hong Kong mismanaged its prosperity*. Hong Kong: Hong Kong University Press, 264.
- He, D. (2013). Hong Kong's approach to financial stability. *International Journal of Central Banking*, 9(1), 299–313.
- Hein, E. (2012). The crisis of finance-dominated capitalism in the Euro area, deficiencies in the economic policy architecture, and deflationary stagnation policies. *Working Paper*, (734).
- Jones, R. S., King, R. E., Klein, M. (1993). Economic integration between Hong Kong, Taiwan and the coastal provinces of China. *OECD Economic Studies*, 115–115.
- Laborda, J., Salas, V., Suárez, C. (2021). Financial constraints on R&D projects and minsky moments: containing the credit cycle. *Journal of Evolutionary Economics*, 31(4), 1089–1111. <https://doi.org/10.1007/s00191-021-00721-y>
- Luo, Y. (2007). *Guanxi and business* (2nd ed.). World Scientific Publishing Company, 356.
- Minsky, H. P. (1983). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. In J. C. Wood (Ed.), *John Maynard Keynes. Critical assessments* (pp. 282–292). London: Macmillan.

- Minsky, H. P. (1985). The financial instability hypothesis: A restatement. In P. Arestis, T. Skouras (Eds.), *Post-Keynesian economic theory: A challenge to neoclassical economics* (pp. 24–55). Brighton: Wheatsheaf.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 353.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *Working Paper*, (74).
- Mulligan, R. F. (2013). A sectoral analysis of the financial instability hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(4), 450–459. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.05.010>
- Mulligan, R. F., Lirely, R., Coffee, D. (2014). An Empirical Examination of Minsky's Financial Instability Hypothesis: From Market Process to Austrian Business Cycle. *Journal des Économistes et des Études Humaines*, 20(1), 1–17. <https://doi.org/10.1515/jeeh-2013-0005>
- Ngan, R. (2002). Economic crisis and social development in Hong Kong since 1997. *The Journal of Comparative Asian Development*, 1(2), 263–283. <https://doi.org/10.1080/15339114.2002.9678363>
- Nikolaïdi, M., Stockhammer, E. (2017). Minsky models: A structured survey. *Journal of Economic Surveys*, 31(5), 1304–1331. <https://doi.org/10.1111/joes.12222>
- Nishi, H. (2019). An empirical contribution to Minsky's financial fragility: evidence from non-financial sectors in Japan. *Cambridge Journal of Economics*, 43(3), 585–622. <https://doi.org/10.1093/cje/bey031>
- Pedrosa, Í. (2019). Firms' leverage ratio and the Financial Instability Hypothesis: an empirical investigation for the US economy (1970–2014). *Cambridge Journal of Economics*, 43(6), 1499–1523. <https://doi.org/10.1093/cje/bez004>
- Perepelkina, E., Rozmainy, I. (2023). Empirical analysis of the financial fragility of Russian enterprises using the financial instability hypothesis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 46(2), 243–273. <https://doi.org/10.1080/01603477.2022.2134036>
- Su, S., Costanzo, L. A., Lange K., Ghobadian, A., Hitt, M. A., Ireland, R. D. (2023). How does Guanxi shape entrepreneurial behaviour? The case of family businesses in China. *British Journal of Management*, 34(4), 1895–1919. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12684>
- The World Bank*. <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 23.04.2023).
- Torres Filho, E. T., Martins, N. M., Miaguti, C. Y. (2019). Minsky's financial fragility: An empirical analysis of electricity distribution firms in Brazil (2007–2015). *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(1), 144–168. <https://doi.org/10.1080/01603477.2018.1503057>
- Tymoigne, É. (2010). Detecting Ponzi finance: An evolutionary approach to the measure of financial fragility. *Working Paper*, (605).
- Vercelli, A. (2009). A perspective on Minsky moments: The core of the financial instability hypothesis in light of the subprime crisis. *Working Paper*, (579).
- Vymyatnina, Yu., Pakhnin, M. (2014). Application of Minsky's theory to state-dominated economies. *EUSP Department of Economics Working Paper Series, Ref, 3*. https://eusp.org/sites/default/files/archive/ec_dep/wp/Ес-03_14.pdf (дата обращения: 06.07.2024).
- Wray, L. R. (2011). Financial Keynesianism and market instability. *Working Paper*, (653).
- Yang, Z. (2009). Hong Kong's economy in the financial crisis. *East Asian Policy*, 40–53. https://research.nus.edu.sg/eai/wp-content/uploads/sites/2/2017/11/Vol1No2_ZhangYang.pdf (дата обращения: 13.07.2024).
- Zeng, Z. (2024). Comparative research of the two international financial centers of Hong Kong and Singapore. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 85(1), 47–53. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/85/20240838>

References

- Beshenov, S. V., & Rozmainy, I. V. (2015). Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis and Greece Debt Crisis. *Voprosy Ekonomiki*, (11), 120–143. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2015-11-120-143> (In Russ.)

- Budnevich Portales, C., Favreau, Negront, N., & Caldenteu, E. P. (2021). Chile's thrust towards financial fragility. *Investigación Económica*, 80(315), 81–106. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2021.315.77041>
- Caldenteu, E. P., Favreau Negront, N., & Méndez Lobos, L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3), 335–362. <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1616563>
- Carvalho, F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and Post Keynesians: Principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar Publishing.
- Chan, A. C. M., Cheung, S. Y. L., & Lai, T. C. K. (2014). Widening of poverty a gap: A condition of governance crisis in Hong Kong. *Advances in Applied Sociology*, 4(3), 69–84. <http://dx.doi.org/10.4236/aasoci.2014.43012>
- Chan, R. K. H. (2006). Risk and its management in post-financial crisis Hong Kong. *Social Policy & Administration*, 40(2), 215–229. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9515.2006.00485.x>
- Chung, C. Y., & Ngai, P. (2007). Neoliberalization and privatization in Hong Kong after the 1997 financial crisis. *China Review*, 7(2), 65–92.
- Damodaran, A. (2011). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Davis, L. E., De Souza, J. P. A., & Hernandez, G. (2019). An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. *Cambridge Journal of Economics*, 43(3), 541–583. <http://dx.doi.org/10.1093/cje/bey061>
- Feijo, C., Lamônica, M. T., & da Silva Lima, S. (2021a). Investment cycle of the Brazilian economy: A panel cointegration analysis of industrial firms based on Minsky's financial instability hypothesis—2007–2017. *Journal of Post Keynesian Economics*, 44(4), 604–622. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1840277>
- Feijo, C., Lamônica, M. T., & Lima, S. D. S. (2021b). The Brazilian investment cycle: Financial fragility of the industrial sector. *Investigación Económica*, 80(317), 34–57. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2021.317.78308>
- Fong, B. (2015). The politics of budget surpluses: The case of China's Hong Kong SAR. *International Review of Administrative Sciences*, 81(1), 134–157. <http://dx.doi.org/10.1177/0020852314565544>
- Goodstadt, L. F. (2014). *Poverty in the midst of affluence: How Hong Kong mismanaged its prosperity*. Hong Kong University Press.
- He, D. (2013). Hong Kong's approach to financial stability. *International Journal of Central Banking*, 9(1), 299–313.
- Hein, E. (2012). The crisis of finance-dominated capitalism in the Euro area, deficiencies in the economic policy architecture, and deflationary stagnation policies. *Working Paper*, (734).
- Jones, R. S., King, R. E., & Klein, M. (1993). Economic integration between Hong Kong, Taiwan and the coastal provinces of China. *OECD Economic Studies*, 115–115.
- Laborda, J., Salas, V., & Suárez, C. (2021). Financial constraints on R&D projects and minsky moments: containing the credit cycle. *Journal of Evolutionary Economics*, 31(4), 1089–1111. <https://doi.org/10.1007/s00191-021-00721-y>
- Luo, Y. (2007). *Guanxi and business* (2nd ed.). World Scientific Publishing Company, 356.
- Minsky, H. P. (1983). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. In J. C. Wood (Ed.), *John Maynard Keynes. Critical assessments* (pp. 282–292). London: Macmillan.
- Minsky, H. P. (1985). The financial instability hypothesis: A restatement. In P. Arestis, T. Skouras (Eds.), *Post-Keynesian economic theory: A challenge to neoclassical economics* (pp. 24–55). Brighton: Wheatsheaf.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 353.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *Working Paper*, (74).
- Mulligan, R. F. (2013). A sectoral analysis of the financial instability hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(4), 450–459. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.05.010>

- Mulligan, R. F., Lirely, R., & Coffee, D. (2014). An Empirical Examination of Minsky's Financial Instability Hypothesis: From Market Process to Austrian Business Cycle. *Journal des Économistes et des Études Humaines*, 20(1), 1–17. <https://doi.org/10.1515/jeeh-2013-0005>
- Ngan, R. (2002). Economic crisis and social development in Hong Kong since 1997. *The Journal of Comparative Asian Development*, 1(2), 263–283. <https://doi.org/10.1080/15339114.2002.9678363>
- Nikolaïdi, M., & Stockhammer, E. (2017). Minsky models: A structured survey. *Journal of Economic Surveys*, 31(5), 1304–1331. <https://doi.org/10.1111/joes.12222>
- Nishi, H. (2019). An empirical contribution to Minsky's financial fragility: evidence from non-financial sectors in Japan. *Cambridge Journal of Economics*, 43(3), 585–622. <https://doi.org/10.1093/cje/bey031>
- Pedrosa, Í. (2019). Firms' leverage ratio and the Financial Instability Hypothesis: an empirical investigation for the US economy (1970–2014). *Cambridge Journal of Economics*, 43(6), 1499–1523. <https://doi.org/10.1093/cje/bez004>
- Perepelkina, E., & Rozmainsky, I. (2023). Empirical analysis of the financial fragility of Russian enterprises using the financial instability hypothesis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 46(2), 243–273. <https://doi.org/10.1080/01603477.2022.2134036>
- Rozmainsky, I. V., & Selitsky, M. S. (2021). The Financial Instability Hypothesis and the Case of Private Non-Financial Firms in South Korea. *Zhurnal Ekonomicheskoy Teorii [Russian Journal of Economic Theory]*, 18(3), 417–432. <https://doi.org/10.31063/2073-6517/2021.18-3.7> (In Russ.)
- Rozmainsky, I. V., Denisova, N. N., & Plotnikova, V. A. (2023). Dynamics of financial fragility of companies in the US non-financial private sector. *AlterEconomics*, 20(1), 246–270. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.12> (In Russ.)
- Rozmainsky, I., Mindubaeva, K., & Yakovleva, E. (2022). An analysis of the French non-financial private sector based on the Financial Instability Hypothesis. *Terra Economicus*, 20(1), 6–26. <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2022-20-1-6-26> (In Russ.)
- Su, S., Costanzo, L. A., Lange K., Ghobadian, A., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (2023). How does Guanxi shape entrepreneurial behaviour? The case of family businesses in China. *British Journal of Management*, 34(4), 1895–1919. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12684>
- The World Bank*. <https://data.worldbank.org/> (Date of access: 23.04.2023).
- Torres Filho, E. T., Martins, N. M., & Miaguti, C. Y. (2019). Minsky's financial fragility: An empirical analysis of electricity distribution firms in Brazil (2007–2015). *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(1), 144–168. <https://doi.org/10.1080/01603477.2018.1503057>
- Tymoigne, É. (2010). Detecting Ponzi finance: An evolutionary approach to the measure of financial fragility. *Working Paper*, (605).
- Vercelli, A. (2009). A perspective on Minsky moments: The core of the financial instability hypothesis in light of the subprime crisis. *Working Paper*, (579).
- Vymyatnina, Yu., & Pakhnin, M. (2014). Application of Minsky's theory to state-dominated economies. *EUSP Department of Economics Working Paper Series, Ref. 3*. https://eusp.org/sites/default/files/archive/ec_dep/wp/Ec-03_14.pdf (Date of access: 06.07.2024)
- Wray, L. R. (2011). Financial Keynesianism and market instability. *Working Paper*, (653).
- Xia, Xiao-hua, Peng Fang-ping, & Zhan, Kai (2018). Jingji fuzhai jinrong wending yu ming si ji zhouqi [Economic debt, financial stability and Minsky cycles]. *Economic Theory and Economic Management*, (5). <http://jll.ruc.edu.cn/CN/PDF/12983?token=8e54527c87db40de8a63dcb6177611f9> (Date of access: 06.07.2024) (In Chinese).
- Yang, Z. (2009). Hong Kong's economy in the financial crisis. *East Asian Policy*, 40–53. https://research.nus.edu.sg/eai/wp-content/uploads/sites/2/2017/11/Vol1No2_ZhangYang.pdf (Date of access: 13.07.2024).
- Zeng, Z. (2024). Comparative research of the two international financial centers of Hong Kong and Singapore. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 85(1), 47–53. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/85/20240838>

Информация об авторах

Берёзкина Олеся Александровна — бакалавр ОП департамента востоковедения Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» (Российская Федерация, г. Санкт-Петербург; e-mail: beryozkina2000@gmail.com).

Розмаинский Иван Вадимович — кандидат экономических наук, доцент департамента экономики Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; <https://orcid.org/0000-0003-1321-2718> (Российская Федерация, 194100, г. Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, 3А; e-mail: irozmain@yandex.ru).

About the authors

Olesya A. Berezkina — Bachelor, Department of Asian Studies, St. Petersburg School of Economics and Management, National Research University “Higher School of Economics” (St. Petersburg, Russian Federation; e-mail: beryozkina2000@gmail.com).

Ivan V. Rozmainsky — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Economics, St. Petersburg School of Economics and Management, National Research University “Higher School of Economics”; <https://orcid.org/0000-0003-1321-2718> (3A, Kantemirovskaya St., St. Petersburg, 194100, Russian Federation; e-mail: irozmain@yandex.ru).

Дата поступления рукописи: 18.07.2024.

Прошла рецензирование: 15.08.2024.

Принято решение о публикации: 14.09.2024.

Received: 18 Jul 2024.

Reviewed: 15 Aug 2024.

Accepted: 14 Sep 2024.