



ИНСТИТУТ  
КОМПЛЕКСНЫХ  
СТРАТЕГИЧЕСКИХ  
ИССЛЕДОВАНИЙ

Луиджи Зингалес

Рагхурам Раджан

# СПАСЕНИЕ КАПИТАЛИЗМА ОТ КАПИТАЛИСТОВ

СКРЫТЫЕ СИЛЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ - СОЗДАНИЕ БОГАТСТВА И РАСШИРЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ

**RAGHURAM G. RAJAN,  
LUIGI ZINGALES**

---

# **SAVING CAPITALISM FROM THE CAPITALISTS**

**Unleashing the Power of Financial Markets  
to Create Wealth and Spread Opportunity**



**ЛУИДЖИ ЗИНГАЛЕС,  
РАГХУРАМ Г. РАДЖАН**

---

# **СПАСЕНИЕ КАПИТАЛИЗМА ОТ КАПИТАЛИСТОВ**

**Скрытые силы финансовых рынков —  
создание богатства и расширение  
возможностей**



**ИНСТИТУТ  
КОМПЛЕКСНЫХ СТРАТЕГИЧЕСКИХ  
ИССЛЕДОВАНИЙ**

ББК 65.018  
УДК 339.7  
З-63

Перевод с английского *А. Тягловой*  
Под редакцией *К. Сони́на*

**Зингалес Л., Раджан Р.** Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков — создание богатства и расширение возможностей / Пер. с англ. — М.: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004. — 492 с.

Книга известных экономистов Л. Зингалеса и Р. Раджана посвящена истории создания и развития финансовых рынков, которые играли и продолжают играть решающую роль в поддержании экономического роста. Однако само существование рынков подвержено политическому риску: конкуренция, которую эти рынки обеспечивают, уменьшает ренту, получаемую влиятельными элитами, — будь то собственники и руководители корпораций в развитых странах или крупные землевладельцы в странах развивающихся. Авторы рассказывают захватывающую историю борьбы за финансовые рынки — т.е. за развитие и процветание — и приводят примеры того, как в странах, бывших оплотом капитализма, конкуренция подавлялась в угоду политике.

Все права защищены. Никакая часть текста не может быть воспроизведена, сохранена в информационно-поисковой системе или передана в любой другой форме или любыми средствами — электронными, механическими, фотокопированием, записью или любыми другими — без разрешения владельцев авторских прав.

Данный перевод печатается с разрешения «Crown Business»,  
«Random House, Inc» и литературного агентства «Synopsis»

**ISBN 5-7218-0572-2 (рус.)**  
**ISBN 0-609-61070-8 (англ.)**

© 2003 by Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales  
© Институт комплексных стратегических исследований, 2004



# ОГЛАВЛЕНИЕ

От издателей .....	7
От научного редактора .....	9
Предисловие.....	11
Предисловие к русскому изданию .....	15
Предисловие к английскому изданию.....	23
Введение.....	27

## *Часть I. Преимущества свободных финансовых рынков*

<i>Глава 1. Выгоды финансовой системы: только для богатых? .....</i>	<i>57</i>
<i>Глава 2. Обновленный Шейлок.....</i>	<i>81</i>
<i>Глава 3. Финансовая революция и личная экономическая свобода.....</i>	<i>112</i>
<i>Глава 4. Темная сторона финансов .....</i>	<i>145</i>
<i>Глава 5. Пределы финансового развития .....</i>	<i>164</i>

## *Часть II. Как появляются финансовые рынки?*

<i>Глава 6. Укрощение государства.....</i>	<i>189</i>
<i>Глава 7. Препятствия на пути финансового развития .....</i>	<i>224</i>
<i>Глава 8. Когда развивается финансовая система? .....</i>	<i>244</i>

## *Часть III. Великий поворот*

<i>Глава 9. Великий межвоенный поворот.....</i>	<i>279</i>
<i>Глава 10. Почему функционирование рынков ограничивалось?.....</i>	<i>310</i>
<i>Глава 11. Упадок и разрушение капитализма связей .....</i>	<i>337</i>

*Часть IV. Как сделать финансовые рынки более  
политически устойчивыми?*

<i>Глава 12. С чем предстоит столкнуться? .....</i>	<i>373</i>
<i>Глава 13. Спасение капитализма от капиталистов .....</i>	<i>397</i>
<i>Заключение .....</i>	<i>421</i>
<i>Примечания .....</i>	<i>425</i>
<i>Библиографический список .....</i>	<i>468</i>
<i>Указатель .....</i>	<i>487</i>

## От издателей

Институт комплексных стратегических исследований начинает новый проект: издание в рамках единой серии «Библиотека ИКСИ» актуальной литературы по экономике и бизнесу. Экспертному сообществу до настоящего времени ИКСИ был известен как исследовательский центр, осуществляющий научные и аналитические разработки, относящиеся к области стратегических вопросов социально-экономического развития страны, ее отдельных регионов, а также отдельных секторов и отраслей экономики. Достаточно хорошо известны также летние школы для молодых экономистов и семинар «Стратегия развития», которые ИКСИ проводит совместно с Высшей школой бизнеса МГУ. Вся эта деятельность направлена на реализацию миссии института, рассматривающего себя не только в качестве научно-исследовательской структуры, но и в качестве агента социальных перемен, стремящегося с помощью своей деятельности внести посильный вклад в развитие российского общества. Издание книг, написанных известными учеными и лидерами бизнеса, по нашему мнению, будет способствовать повышению качества экономики и бизнеса нашей страны. Надеемся, что те книги, которые мы будем издавать, будут адекватны этой ответственной задаче.

Директор  
Института комплексных  
стратегических исследований  
*О. С. Виханский*



## От научного редактора

Перевод книги Луиджи Зингалеса и Рагхурама Раджана на русский язык выходит в наиболее подходящий момент. Сейчас, более чем через десять лет после начала рыночных реформ, снова обсуждается вопрос о дальнейших путях экономического развития России. Российские события последних десяти лет прекрасно иллюстрируют основной тезис авторов: свободный и эффективный рынок, который способен принести столько благ всем членам общества, не есть нечто естественное и устойчивое само по себе. Он находится в постоянной опасности — всегда есть политический спрос на ограничение рыночных свобод.

Эта книга — не просто еще один экскурс в историю финансовых рынков. Луиджи Зингалес и Рагхурам Раджан, крупнейшие эксперты в области корпоративного управления и финансов, также преподают в Высшей школе бизнеса Чикагского университета, читая курсы тысячам молодых менеджеров и предпринимателей, которые в ближайшее время будут занимать руководящие позиции в крупнейших мировых компаниях. Таким образом, читателям этой книги предоставлена уникальная возможность узнать не только то, как формировались и разрушались финансовые рынки, но и то, что знают об истории этих рынков люди, от чьих усилий и способностей зависит будущее мировой экономики.

Высочайшая квалификация авторов и доступное изложение ими достижений экономической науки, сопровождаемое многочисленными примерами как из повседневной жизни, так и из бизнес-практики, сделали научное редактирование этой книги особым удовольствием для меня.

В переводе книги мы старались использовать принятую в России терминологию, но следуя не академической, а, скорее, публицистической традиции. В некоторых случаях выбор адекватного перевода был неоднозначен. Например, термин «private market» переводился как «рынок прямых инвестиций», а не «частный рынок», поскольку в си-

лу исторической традиции «public market» означает открытый рынок, на котором обращаются ценные бумаги, выпущенные частными компаниями. Если перевод каких-то терминов оказался неудачен, то это — вина научного редактора.

Профессор  
Российской экономической школы,  
ведущий экономист ЦЭФИР  
*Константин Сонин*

## Предисловие

Зачем нужны финансовые рынки? Какую роль они играют в современной капиталистической системе? Общепринятая точка зрения заключается в том, что финансовые рынки — это роскошь, доступная лишь богатым странам и крупным корпорациям; более того, финансовые рынки — это инструмент, при помощи которого развитые страны и транснациональные корпорации правят миром. Экономическая наука придерживается другой точки зрения, которая изложена в замечательной книге Луиджи Зингалеса и Рагхурама Раджана: капитализм и капиталисты — это совсем не одно и то же. Для того, чтобы обеспечить эффективное распределение ресурсов в капиталистической экономике, необходимо ограничить власть крупных капиталистов, и именно развитые финансовые рынки позволяют это сделать.

Финансовые рынки играют ключевую роль не только в перераспределении капитала, но и повышают эффективность рынка труда и человеческого капитала. В отсутствие финансовых рынков «размер имеет значение»: крупная корпорация обладает существенными преимуществами перед малыми фирмами, а ее отношения с наемными работниками напоминают феодальные. Если же квалифицированные сотрудники получают доступ к финансовым рынкам, то их возможности резко расширяются. Повышается географическая мобильность (за счет ипотеки), увеличивается эффективность поиска работы (можно позволить себе достаточно долго оставаться без работы, а не отчаянно хвататься за первое же предложение), а главное — открывается дверь в мир предпринимательства; финансовые рынки предоставляют (или изобретают) инструменты для реализации любых бизнес-идей, создающих стоимость. Развитие финансовых рынков улучшает переговорную позицию сотрудников и заставляет работодателей распределять в пользу первых все большую часть производимого ими продукта. Повышение дохода квалифицированных сотрудников приводит, в свою очередь, к повышению стимулов к накоплению человеческого капитала.

Таким образом, финансовое развитие выгодно не богатым, а бедным и особенно среднему классу. Вместе с повышением благосостояния средний класс получает и политическую власть. Безусловно, богатые слои населения не заинтересованы в том, чтобы расставаться с материальными и политическими активами, поэтому во всех странах финансовое развитие происходит вопреки сопротивлению правящей элиты.

Книга «Спасение капитализма от капиталистов» написана ведущими учеными в области финансовой экономики, научные работы которых входят в большинство курсов по финансовым рынкам и корпоративным финансам (книга во многом построена именно на этих работах). Авторы — профессора Высшей школы бизнеса Чикагского университета, а уже после выхода американского издания Рагхурам Раджан был назначен на должность экономического советника и директора исследовательского департамента МВФ (один из высших постов, который может занять ученый-экономист в международной финансовой иерархии). Книга в доступной форме представляет недавние достижения экономической науки, иллюстрируя их примерами как из повседневной жизни, так и из деятельности корпораций в развитых и развивающихся странах. Главное, впрочем, это не солидная научная основа, а та страсть, с которой излагаются теории и факты. Невозможно не разделить возмущение авторов несправедливостью неравенства между богатыми и бедными странами, и между богатыми и бедными людьми во многих странах; и настолько же трудно не согласиться с тем, что именно финансовое развитие и является ключом к преодолению неравенства и к устойчивому экономическому росту. Авторы убедительно доказывают, что, с одной стороны, необходимые и достаточные условия для развития финансовых рынков очевидны (защита прав собственности, правовое государство, обеспечение выполнения контрактов, защита прав кредиторов и внешних акционеров), с другой стороны — обеспечить политическую поддержку выполнения этих условий очень трудно. Конкурентные финансовые рынки — это общественное благо, выгода от которого распределена между огромным количеством наемных работников, мелких инвесторов и предпринимателей; им противостоят хорошо организованные и могущественные группы интересов (которым порой удается подчинить себе и государственную власть).



В какой мере книга Луиджи Зингалеса и Рагхурама Раджана имеет отношение к современной России? Аргументы авторов *непосредственно* применимы к анализу как последствий, так и причин низкого уровня финансового развития в России. В полном соответствии с логикой Зингалеса и Раджана, именно огромная концентрация богатства и экономической власти в руках нескольких групп собственников представляет собой главное препятствие для развития банковской системы и финансовых рынков. Впрочем, приведенные в книге исторические примеры показывают, что многим странам удалось решить эту проблему. Например, еще в начале XX в. США существенно уступали по уровню финансового развития европейским странам. Однако благодаря введению жесткого антимонопольного законодательства в США удалось ограничить власть крупнейших капиталистов, и уже через полвека США опережали по финансовому развитию Францию, где группы интересов остались по существу нетронутыми.

Финансовые рынки — такая же неотъемлемая часть инфраструктуры современной экономики, как и телефон, интернет и автодороги. Именно финансовые рынки обеспечивают мобильность экономики, которая столь необходима новой России для успеха в условиях быстро меняющейся глобальной экономической системы.

Доктор экономических наук,  
проректор Российской экономической школы  
*Сергей Гурьев*



## Предисловие к русскому изданию

### *Путь к богатству*

Для большинства американцев вопрос о политических основах капитализма просто неинтересен. Они родились в условиях капиталистической системы, выросли в них и в них же собираются умереть. Для них капитализм является частью американского ландшафта. Его формирование столь же естественно, как рост травы в бесконечных прериях Америки, и, как и для прерии, единственной опасностью для него является слишком сильное вмешательство человека. Лучшей политикой является невмешательство.

По этой причине многие американцы слишком упрощенно подходят к экспорту капитализма в другие страны. Они полагают, что для мгновенного расцвета капитализма достаточно экспортировать американские законы. Раз это сработало у них, почему бы этому не сработать в других странах? Именно по этой причине экономическая наука, которая развивалась в США в течение последних 50 лет, традиционно практически не учитывает политические предпосылки к формированию капитализма. Однако падение Берлинской стены и масштабный социальный эксперимент переходных экономик заставили избавиться от иллюзий. Опыт последнего десятилетия показывает, что для построения капитализма хорошего корпуса законов недостаточно. Капитализму требуются нормы и институты, правила и исполнение этих правил, ему нужна основа в виде общего политического консенсуса. Свободные рынки не могут выжить без политической поддержки.

Как только мы признаем эту простую истину, американский оптимизм по поводу распространения капитализма исчезнет. Его заменит умеренный пессимизм, вызванный присущей капитализму уязвимостью — не экономической (согласно теориям Маркса), а *политической*. В двух словах, эта идея состоит в следующем: конкурентные

рынки выгодны всем, но огромных прибылей от поддержания конкурентоспособности системы и одинаковых для всех правил игры не получает никто. Следовательно, ни у кого нет безусловного интереса в развитии и защите свободных рынков.

Напротив, многие заинтересованы в ограничении их развития. В ряды их противников входят не только безработные, потерявшие работу вследствие давления конкуренции, но и крупные промышленники: по-настоящему свободные рынки порождают конкуренцию, которая подрывает устойчивые позиции старых компаний, вынуждая их снова и снова доказывать свою конкурентоспособность. Следовательно, истинно капиталистической системе не просто трудно обрести политическую поддержку, — зачастую ей открыто противостоят самые влиятельные группы населения. В таких условиях трудности, связанные с экспортом капитализма, не должны удивлять.

Например, после мексиканского кризиса 1994 г. Всемирный банк решил помочь правительству страны улучшить финансовую инфраструктуру. В частности, ей не хватало такого базового института, как кредитное бюро, где официально регистрируются активы, используемые в качестве залога при получении кредита. Таким образом, любой потенциальный заимодавец может получить информацию о том, что именно заемщик уже отдал в залог. В свою очередь, наличие подобного института облегчает привлечение средств под свои активы для малых и средних предприятий, поскольку в таких условиях потенциальные заимодавцы предоставляют ссуды с большей уверенностью. Но при организации этого бюро Всемирный банк столкнулся с серьезным сопротивлением со стороны местных банков. Почему? У уже существующих банков было достаточно влияния, чтобы получить эту информацию вне зависимости от того, что отражено в кредитной истории. Организация кредитного бюро не только не принесла бы им выгоды — она размыла бы их конкурентоспособность: менее признанные заимодавцы могли бы получить доступ к данной информации и конкурировать с ними на равных позициях. Доступ к кредитным средствам был ограничен в пользу нескольких влиятельных банков!

Это не единичный случай. Во всем мире крупные признанные компании (и финансовые организации) оказывают самое серьезное

влияние на политику, включая формирование рыночной инфраструктуры. Часто (но не всегда) они просто не заинтересованы во всеобщем расширении доступа, поскольку это повысит уровень конкуренции. Неудивительно, что интересы свободных рынков не соблюдаются, а бедные во всем мире считают, что рынки направлены против них, не осознавая, что живут в условиях весьма искаженного варианта настоящего капитализма.

Эта искаженная версия капитализма не только порождает неэффективность экономики и социальную несправедливость, но и подрывает политический консенсус по отношению к истинной системе свободных рынков. В начале 1990-х гг. Роберт Шиллер засвидетельствовал, что отношение русских к частной собственности и рынкам сходно с позицией американцев. Однако недавнее исследование показало, что 72 % жителей России хотели бы вернуть приватизированную собственность в руки государства. 10 лет коррумпированного капитализма изменили мнение граждан по отношению к свободным рынкам более успешно, чем 7 десятилетий коммунистической пропаганды!

Почему же капитализм столь естественным образом сформировался в США (а прежде того в Англии) и почему ему так трудно укрепиться в других странах? Какие уроки мы можем извлечь из истории относительно того, что способствует развитию капитализма, а что нет? В книге «Спасение капитализма от капиталистов» мы пытаемся ответить на эти ключевые вопросы.

Суть истинного капитализма заключается не в частной собственности, а в свободном доступе и конкуренции. Для формирования последних роль государства должна быть ни слишком активной, ни слишком ограниченной. Чтобы понять почему, рассмотрим следующий пример. Если вам нужно было бы куда-либо отправиться на самолете, при этом в секторе авиаперевозок не существовало бы контролирующего органа и нормативных правил, обеспечивающих стандарты безопасности, то вы бы не полетели рейсом начинающей авиакомпании, предпочтя ей признанную, с соответствующим стажем деятельности и репутацией. Поэтому полное отсутствие стандартов безопасности в секторе авиаперевозок выгодно крупным старым компаниям, поскольку препятствует появлению новых игроков и устраняет конкуренцию.

Но если, согласно нормативным правилам, вы могли бы перевозить пассажиров только после 5 лет рентабельных авиаперевозок, то новых игроков все равно бы не появлялось, поскольку они не могли бы получить требуемый стаж. Для поддержания конкуренции важно соблюдать баланс: правил должно быть достаточно для того, чтобы пассажиры не боялись пользоваться услугами новых игроков, но они не должны быть слишком жесткими, иначе новые игроки никогда не смогут им соответствовать.

Такого баланса можно добиться только в том случае, если будет достигнут поворот общественного мнения в пользу рынков, что возможно только в условиях правильного распределения собственности. Слишком высокая концентрация собственности неблагоприятна для развития рынка, поскольку крупные собственники могут защищать свои интересы в отсутствие справедливой и объективной юридической системы, а следовательно, не имеют стимулов ее развивать. Собственно говоря, зачастую они заинтересованы в обратном — в противодействии ее развитию, чтобы невозможно было пресечь их злоупотребления. Но слишком рассредоточенная структура собственности также не способствует развитию капитализма, поскольку затрудняет организацию поддержки рынка.

Англии удалось достичь требуемого равновесия в XVII в., после продаж земли в царствование Генриха VII и Генриха VIII, которые породили могущественный класс землевладельцев. Весь класс как единое целое оказался достаточно сильным для того, чтобы обеспечить соблюдение прав собственности, хотя отдельные его представители поодиночке не смогли купить справедливость для себя. США не просто заимствовали данную политическую структуру из Англии — они активно развивали ее! Такие облеченные властью американцы, как Уильям Пенн и Томас Джефферсон, находились под сильным влиянием идей английского философа Джеймса Харрингтона, который в своей книге 1656 г. «Океана» утверждал необходимость распределения собственности на более равных основаниях, в чем он видел ключ к успехам Англии.

Парадоксальным образом, данного равновесия добиться проще, если в стране отсутствуют значительные запасы природных ресурсов.

Наличие в стране таких полезных ископаемых, как нефть и алмазы, добыча которых не связана с серьезными трудностями, автоматически создают концентрацию экономической и политической власти, которую трудно преодолеть, особенно на ранних этапах развития, когда отсутствуют источники уравнивающей власти. Если природные ресурсы находятся под контролем государства, правление легко превращается в деспотическое. Более того, даже если ресурсы находятся в руках частных владельцев, их наличие осложняет стабилизацию прав собственности, поскольку ресурсы легко отнять и перераспределить.

В отсутствии же природных ресурсов у государства нет выбора: если оно хочет получать доходы, оно должно развивать торговлю и коммерцию, для чего ему приходится ограничивать себя, соблюдать права собственности и формировать надежную систему законодательства. Собственно говоря, такое ограничение тем более заслуживает доверия, что государство не станет резать курицу, несущую золотые яйца.

Но когда в распоряжении государства находятся значительные запасы природных ресурсов, ему легко обеспечить себе поддержку народа, и, следовательно, оно может стать деспотическим. Не случайно в древности первые демократические государства образовались не на плодородных землях Египта и Месопотамии, а в Афинах, где основным источником доходов была коммерция. Также не случайно, что в более поздние времена демократические формы правления впервые утвердились в Венеции и Нидерландах, основным ресурсом которых была человеческая изобретательность. Не является совпадением и то, что сегодня режимы самых богатых природными ресурсами стран (например, Ангола, Заир и Саудовская Аравия) крайне далеки от демократии.

Приватизация природных ресурсов не является панацеей. Учитывая, что обладание ресурсами обеспечивает экономическую, а следовательно, политическую власть, поддерживать необходимое разделение между государством и владельцами ресурсов оказывается невозможно. Либо собственники получают слишком большую политическую власть и фактически начинают управлять страной, либо государство в итоге поддается искушению присвоить ресурсы. В любом случае утвердить надежную систему прав собственности невозможно.

Не помогает и простое перераспределение, даже если (что весьма сомнительно) оно осуществляется из самых добрых намерений и свободно от коррупции. Если собственность просто передается тем, кто не имеет способностей к ее использованию, то ситуация не становится стабильней. Наибольшая стабильность обеспечивается в том случае, если число собственников велико, при этом они хорошо используют принадлежащее им имущество. В рамках индустриальной экономики необходимыми условиями для этого являются, в частности, конкуренция на товарных рынках, конкуренция за контроль над корпоративными активами и хорошее корпоративное управление (существование крупных компаний должно быть возможным без концентрации собственности в руках меньшинства).

Наконец, нужной степени государственного вмешательства — не слишком сильной и не слишком слабой — легче добиться, когда страна открыта иностранной конкуренции. Местные лоббисты могут препятствовать деятельности своих внутренних конкурентов, но против зарубежных конкурентов они не имеют иной власти, кроме закрытия границ. Когда же закрытие границ затруднено вследствие общемировой тенденции к открытости или давления со стороны соседних стран, рынки процветают.

В процессе написания книги мы не сосредоточивались на переходных экономиках, но некоторые идеи книги важны и для них. Во-первых, с их помощью можно объяснить, почему России, Азербайджану и Казахстану, владеющим такими природными ресурсами, как нефть, труднее встать на путь рыночной демократии, чем странам Восточной Европы.

Во-вторых, становится понятно, почему ваучерная приватизация была ошибкой. В попытке построить крайне фрагментарную структуру собственности (более фрагментарную, чем в любой западной стране) ваучеры были выданы рядовым гражданам, не имеющим соответствующих возможностей контроля над корпорациями. Результатом стала чрезмерная концентрация собственности, когда хорошо информированные инсайдеры с обширными связями получили возможность приобрести акции за ваучеры, которыми рядовые граждане, неспособные получить с них какую-либо прибыль, завалили рынок. В России си-



туацию только усугубили залоговые аукционы, когда представляющие наибольшую ценность сырьевые компании были отданы тем, кто имел политические связи.

Наконец, изложенное в книге заставляет предположить, что надежды на быстрые изменения в России, возможно, слишком оптимистичны. Эти надежды основываются на идее, что в процессе консолидации собственности в российской нефтяной и газовой промышленности появилось несколько крупных игроков, которые фактически управляют страной и, следовательно, имеют стимулы способствовать развитию страны. Эта идея не нова. В 1950-х гг. Чарльз Уилсон, президент «Дженерал Моторс», а впоследствии министр обороны в администрации Эйзенхауэра, заявил: «Что хорошо для «Дженерал Моторс», то хорошо для страны». Но это не было верно для США тогда, и не будет верно для России сейчас.

Напротив, чрезмерная концентрация собственности в российском сырьевом секторе уже порождает проблемы (как мы предсказали в главе 6 и видим сейчас). На наших глазах разворачивается битва за власть между олигархами и государством. С одной стороны, президент Путин угрожает наказанием тем, кто нарушил закон в процессе приватизации. С другой стороны, олигархи пытаются повлиять на политический процесс, прежде чем отойдут в область истории. Любой исход будет неблагоприятен для свободных рынков и демократии. Если победят олигархи, их собственность окажется в большей безопасности, но о конкуренции и свободном появлении новых игроков придется забыть. Что более важно, они подорвут доверие к только что сформировавшейся, уязвимой демократии. Если избиратели, испытывающие недовольство по отношению к процессу приватизации, увидят, как их волеизъявление отменяется коррумпированным парламентом, какое будущее будет у демократии в России? Но если государство снова получит всю полноту власти, какое будущее будет у частной собственности, а следовательно, у рыночной экономики?

Есть ли надежда? Развитие событий всегда может удивить, и в этом источник надежды. Некоторые олигархи распродают свою собственность, опасаясь мира, где они не всегда могут купить защиту. Можно надеяться, что если этот процесс продолжится, то наименее

эффективные из них исчезнут и останутся те предприниматели, которые смогут хорошо вести свой бизнес, даже если они получили свою собственность не вполне законным путем. Эти предприниматели могут не только принять свободный рынок вместо того, чтобы подавлять его политическими методами, но и помочь в наступлении на оставшиеся бастионы привилегий и особых интересов. Источником надежды также является развитие финансовой системы. Если она разовьется из кластера банков, финансирующих друзей и родственников, в более зрелую систему, предоставляющую доступ к финансовым средствам рядовым гражданам, то число предприятий малого и среднего бизнеса увеличится. Когда эти предприниматели, сделавшие себя сами, объединятся с профессионалами среднего класса, они могут оказать давление на политиков с целью привести деловую среду в порядок. Именно такая прогрессивная партия привела США от эпохи баронов-разбойников к нынешним временам.

Мы реалистически подходим к власти денег, но мы не циничны и не считаем, что идеи не имеют никакой власти. Целью написания «Спасения капитализма от капиталистов» является демонстрация угрозы, которую некоторые капиталисты представляют для свободных рынков, что будет способствовать созданию политического консенсуса относительно прорыночных реформ. Если наша книга внесет в этот процесс хотя бы небольшой вклад, мы будем сполна вознаграждены за ее написание.

*Луиджи Зингалес  
Рагхурам Раджан*

## Предисловие к английскому изданию

Если бы наш издатель мог влиять на текущие события, чтобы обеспечить продажу этой книги, и при этом ни капли бы не беспокоился о страдании человечества, он не смог бы сделать книге лучшую рекламу. Газеты переполнены сообщениями о корпоративных скандалах. Лопнувший интернет-пузырь стал причиной самых значительных потерь средств, вложенных в ценные бумаги, в мирное время за всю историю человечества. Антирыночные движения набирают силу по всему миру. Вопросы о жизнеспособности или политической уязвимости капиталистической системы, которые казались нелепыми три года назад, когда мы начали работу над этой книгой, сегодня выглядят вполне разумными.

Является ли неограниченный капитализм все еще самой лучшей или наименее плохой экономической системой? Нужны ли реформы? Должны ли эти реформы идти в направлении фиксирования системы или полного ее изменения? Продлится ли сегодняшнее разочарование общественности в свободных рынках дольше, чем спад на фондовом рынке? Даже если волна разочарования схлынет, какая форма капитализма выживет в XXI в.?

Несмотря на то, что наша книга была задумана и большей частью написана до того, как нынешние скандалы всплыли на поверхность, в ней предпринята попытка рассмотреть их в перспективе. Каждый рыночный бум стимулирует появление новых мошенников, а каждый крах провоцирует «охоту на ведьм». Цель этой книги — увидеть за непосредственными последствиями рыночных колебаний их более глубокое и продолжительное влияние на систему свободного предпринимательства. Сосредоточиваясь на финансовых рынках, мы стремимся определить основные сильные и слабые стороны капиталистической системы — не только ее идеальной формы, но и ее исторических воплощений.

Мы базируем свою аргументацию на обширной специальной литературе, большая часть которой была написана в последние 20 лет.

Но данная книга не рассчитана на специализированную аудиторию, поскольку мы считаем, что ее основная идея важна для широкой общественности. Мы воздерживаемся от подробного эконометрического анализа — не потому, что не придаем ему серьезного значения, но потому, что широкому читателю суть его результатов можно столь же хорошо передать словами, а тех, кого интересует анализ, можно отослать к более детализированным источникам. Эта книга также представляет собой нечто большее, чем просто обзор литературы, — в ней представлена подробная аргументация. Мы представим исторические факты и будем использовать как свои собственные исследования, так и работы других специалистов, но, кроме того, история предоставляет нам несколько естественных экспериментов, с помощью которых мы сможем проверить все аспекты своих утверждений. Таким образом, на определенных этапах мы постараемся убедить читателя как с помощью логики, так и приводя исторические свидетельства и ссылаясь на авторитеты.

Сторонники пуризма могут не одобрить такой подход. К сожалению, любая попытка интеграции различных областей и данных из различных исторических периодов и исследований обычно представляется пуристам неудовлетворительной, отчасти потому, что акцент на том или ином аспекте сам по себе пристрастен. Мы бы извинились за это, если бы не наше твердое убеждение, что пристрастности в работе избежать невозможно, а развитие мысли во многом обеспечивается конкуренцией между различными убеждениями.

Это было совместное исследовательское путешествие, за время которого мы многое узнали вместе. Мы должны выразить признательность тем, кто учил нас прямо или косвенно. Современная наука о финансах создавалась на нашей памяти, и мы, безусловно, очень многим обязаны пионерам данной области знания, многие из которых все еще активно занимаются научной работой. Но в особом долгу мы перед теми, кто консультировал нас в начале работы. В частности, мы хотели бы поблагодарить Оливера Харта, Дона Лессарда, Стюарта Майерса, Джона Парсонса, Джима Потербу, Дэвида Шарфштейна, Андрея Шлейфера и Джереми Стейна. Нам также чрезвычайно помогли наши коллеги из Высшей школы бизнеса Чикагского универси-

тета: некоторые были попутчиками в нашем научном путешествии, другие предоставили чрезвычайно ценные критические замечания. Дуглас Дайамонд, Юджин Фама, Стивен Каплан, Рэндалл Крошнер, Кэнис Прендергаст, Ричард Тейлер и Роб Вишни — лишь немногие из тех, кого мы бы хотели назвать, что нисколько не умаляет нашей признательности остальным. В нашей книге также нашли отражение результаты совместной работы с другими коллегами. Мы приносим особую благодарность Абхиджиту Банерджи, Александру Дику, Луиджи Гуизо, Митчеллу Петерсену, Паоле Сапиенца и Анри Сервэ, чьи усилия помогли нам выработать наши основные положения.

Многие читали черновики различных глав. Хайтор Алмейда, Петер Хогфельдт, Стивен Каплан, Росс Левин, Раджниш Мехра, Кэнис Прендергаст, Радхика Пури, Роберта Романо, Джанни Тониоло, Андрей Шлейфер и Ричард Тейлер сделали очень полезные комментарии. Джойс Ван Гронделль, как всегда, проделала великолепную работу по проверке ссылок и библиографии, а Адам Картабьяно, Лаура Пизани и Талха Мухаммад помогли нам проверить цифры и источники.

Барбара Рифкинд помогла нам составить логически последовательный план (книги) и, что самое важное, найти нашего редактора Джона Махейни. Благодаря его неоценимой помощи мы смогли обратиться к различным группам читателей на понятном им языке. Мы благодарны ему за множество предложений, которые серьезно улучшили книгу. Шана Уингерт, его помощница, терпеливо помогала нам наладить обеспечение процесса написания книги. Сэм Пельтцман и Центр изучения государства и экономики предоставили моральную и ключевую материальную поддержку во время работы над данным проектом.

И наконец, личные замечания.

Рагху: Я надеюсь, что благодаря этой книге мои родители наконец получают представление о том, как я зарабатываю средства к существованию. В этой книге отразилось многое из того, чему они меня научили, — от исторических книг, которые отец читал мне вслух, когда я был маленьким, до любви к чтению, которую мне старалась привить мать. Эта книга не была бы закончена, если бы не постоянные вопросы моей дочери Тары: «Папа, ты уже дописал свою книгу?» Та-

ра, прости, что для этой книги не понадобился иллюстратор, иначе я обязательно обратился бы к тебе. Я должен тебе и Акхилу множество выходных, которые мы могли бы провести в парке или на пляже. Но больше всего я благодарю свою жену Радхику за ее любовь и советы, которые она давала мне во время работы над книгой.

Луиджи: Эта книга была написана в тяжелый период моей жизни. Я хочу поблагодарить всех людей, которые оказывали мне моральную поддержку: Элизабет Папаро, Марию Коллер, Франческу Корнелли, Мэри Дохини, Леонардо Фелли, Энрико Пиччинина, Кэррол Рубин, Паолу Сапиенца, Эбби Смит, Стефано Висентина, Марию Зингалес и моего соавтора Рагху, чье терпение и понимание превзошло все, что можно ожидать от друга. Я в долгу перед своими родителями за великолепное образование, которое они мне дали. Я посвящаю эту книгу моим детям, Джузеппе и Глории, цели и радости всей моей жизни.

# ВВЕДЕНИЕ

Капитализм, или, если быть более точным, система свободного рынка — это наиболее эффективный способ организации производства и перераспределения, придуманный человечеством. Свободные рынки, особенно свободные финансовые рынки, наполняют людские кошельки, однако завоевали на удивление мало душ и сердец. Финансовые рынки принадлежат к тем элементам капиталистической системы, которые удостоиваются наиболее суровой критики, при этом очень немногие понимают суть явления. Поведение людей, замешанных в недавние скандалы, подобные падению «Enron», лишь укрепляет общественность в мнении о том, что эти рынки — не более чем инструмент, позволяющий богатым еще больше разбогатеть за счет широких масс. Тем не менее мы убеждены, что здоровые финансовые рынки, поддерживающие конкуренцию, являются чрезвычайно эффективным инструментом расширения возможностей и борьбы с бедностью. Через них осуществляется финансирование новых идей, и таким образом они поддерживают процесс «созидательного разрушения», благодаря которому новые, более совершенные идеи и организации постоянно бросают вызов старым и сменяют их. Не будь динамично развивающихся финансовых рынков, мировую экономику неизбежно ожидали бы стагнация и спад.

В США постоянные финансовые инновации создают возможности для того, чтобы перераспределять венчурный капитал в пользу людей со смелыми идеями. Подобные финансовые механизмы, совершенно обычные для США, все еще считаются радикальными даже в таких развитых странах, как Германия. Ситуация же в странах третьего мира почти безнадежна: людям трудно получить доступ даже к минимальным денежным средствам, которые дали бы им возможность

обеспечить себе независимое и полноценное существование. Если финансовые рынки приносят процветание, почему же степень их развития в большинстве стран мира так низка, а их функционирование даже в США вплоть до недавнего времени ограничивалось?

На протяжении всей истории системы свободного рынка ее развитие сдерживалось, но не столько ее собственными экономическими недостатками, как могли бы предположить сторонники марксизма, сколько зависимостью ее инфраструктуры от политической конъюнктуры. Опасность в первую очередь исходит от двух антагонистических групп. Первая — это те высшие слои, которые уже имеют устойчивую позицию на рынке и предпочли бы, чтобы она оставалась исключительной. Кто именно из них является наиболее опасным, зависит от страны и временного периода. В разные времена эту роль исполняли: земельная аристократия, владельцы и управляющие крупных корпораций, их финансисты, а также рабочие — члены профсоюзов.

Вторую группу можно назвать «обездоленными»: она формируется в периоды экономического спада. Те, кто понес убытки в процессе созидательного разрушения, спровоцированного рынками, — безработные, разорившиеся вкладчики, обанкротившиеся фирмы — считают, что система, которая обрекла их на неудачу, не имеет законного права на существование. Им нужна помощь, а поскольку рынки ее не предоставляют, они пытаются действовать политическими методами.

Маловероятный союз могущественного промышленника — капиталиста из заглавия книги — и бедствующего безработного позволит добиться особенно многого на руинах обанкротившихся компаний и остановленных производств. Во время экономического кризиса капиталист придает больше значения издержкам конкуренции, исходящей от свободных рынков, нежели создаваемым ими возможностям. А безработный найдет множество товарищей по несчастью, что даст им возможность стать организованной силой. Используя прикрытие и политическую организацию, предоставляемую «обездоленными», капиталист поставит свои интересы в политическую повестку дня.

В подобные времена только очень храбрый или безрассудный политик будет восхвалять достоинства свободного рынка. Вместо того чтобы рассматривать разрушение как неизбежный спутник созидания,



политику гораздо проще уступить капиталисту, который внешне выступает в защиту «обездоленных», требуя ограничить конкуренцию и сдерживать развитие рынков. Политическое вмешательство в такие времена нацелено на затруднение работы рынков, при этом декларируется принятие мер для улучшения их функционирования во избежание возможных спадов в будущем. Капиталист может обратиться против наиболее эффективного органа капитализма, а общественность, чьему будущему эти действия непосредственно наносят вред, стоит в стороне, иногда протестуя, чаще не понимая, что происходит, а периодически — аплодируя.

Эта книга начинается с напоминания о том, что процветание, инновации и расширение возможностей последних нескольких десятилетий во многом обусловлены вновь начавшимся формированием свободных рынков, особенно финансовых. Затем переходим к нашему центральному тезису: существование свободных рынков зависит от политической конъюнктуры, у них есть могущественные политические противники среди сильных мира сего, поэтому их наличие не может считаться естественным, само собой разумеющимся, даже в развитых странах. Основываясь на нашем понимании причин упадка и возрождения рынков в новейшей истории, мы предлагаем различные варианты экономической политики, которые могли бы сделать свободные рынки политически жизнеспособными.

После наиболее длительного периода мирной экономической экспансии, ознаменовавшегося крушением социалистических экономик, тревога за будущее свободных рынков может показаться паникерством. Что ж, возможно. Но успех порождает самоуспокоенность. В результате недавних корпоративных скандалов, банкротств, связанных с деятельностью финансовых рынков, и экономических трудностей недоверие к рынкам возросло. Появилось множество других тревожных сигналов: от озлобленных антииммигрантских выступлений крайне правых до антиглобалистских протестов обновленных левых. А неизбежные демографические и технологические сдвиги породят новые конфликты. Важно понимать, что доминирование свободных рынков вовсе не обязательно является неизбежной кульминацией процесса экономического развития, так сказать, концом экономической истории;

с тем же успехом оно может стать началом нового этапа, как уже происходило в прошлом. Чтобы свободные рынки стали более жизнеспособными политически, мы должны вслух повторять себе и другим как можно чаще, в чем заключается их благотворное влияние. Нам нужно признать их недостатки и бороться с ними, а также укреплять их защиту. Эта книга — шаг к достижению этих целей.

Книга начинается с объяснения пользы свободных рынков, обеспечивающих конкуренцию. Финансовый рынок, возможно, понимают хуже всех прочих рынков, критикуют несправедливей всего, но он является одним из ключевых инструментов обеспечения конкурентоспособности страны. Рынок также наиболее чувствителен к политическим тенденциям. Перемены на финансовом рынке являются причиной большинства важнейших изменений нашей экономической среды в последние три десятилетия. Мы уделим финансовому рынку особое внимание по вышеперечисленным причинам, а также потому, что в нем отражаются характерные черты любого рынка.

Начнем с двух примеров. Первый из них относится к стране, где не существует финансовых рынков, а второй — к стране, где они чрезвычайно развиты. Слишком часто финансовая система подвергается критике просто как инструмент богатых. Тем не менее, как свидетельствует наш первый пример, бедные, не имея доступа к финансовой системе, могут стать полностью бесправными. Чтобы расширить доступ на финансовые рынки для бедных, эти самые рынки должны развиваться и становиться более конкурентными. А когда это произойдет, то, согласно нашему второму примеру, единственными ограничениями для человека являются только уровень его таланта и сила воображения.

## **Изготовительница табуреток из деревни Джобра**

Мухаммед Юнус, основатель «Grameen Bank», пожалуй, лучше всего знает, как сделать кредит доступным для бедных. В своей автобиографии Юнус описал, как в бытность свою преподавателем экономики в Бангладешском университете он пришел к осознанию необхо-

димости существования финансовой системы. Ужаснувшись последствиям недавнего голода среди бедных, Юнус покинул надежное убежище за университетскими стенами и направился в соседнюю деревню под названием Джобра, чтобы выяснить, как бедные зарабатывают себе на жизнь. Там он разговорился с молодой женщиной по имени Суфия Бегум, которая делала табуретки из бамбука<sup>1</sup>.

Он узнал, что для покупки сырья для табуреток Суфии было нужно 22 цента. У нее вообще не было денег, поэтому она заняла их у ростовщиков и была вынуждена отдать им сделанные табуретки за долги. Таким образом, ее выручка составила только 2 цента. Юнус был в смятении: «Я смотрел, как она снова принялась за работу. Ее маленькие смуглые руки переплетали волокна бамбука, как и вчера, и позавчера, и так без перерыва в течение многих месяцев и лет... Как ее дети смогут разорвать замкнутый ею порочный круг нищеты? Как они смогут пойти в школу, если заработков Суфии едва-едва хватает на то, чтобы прокормиться самой, не говоря уже о крове и одежде для ее семьи?»<sup>2</sup>.

У Суфии не было 22 центов, что толкнуло ее в лапы к ростовщикам. Ростовщики заставили ее удовольствоваться жалкими грошами — 2 центами — за тяжелый труд. Финансовая система, освободив бы ее от ростовщиков, дала бы ей возможность продавать свои изделия напрямую. Но ростовщики не позволили Суфии получить доступ к финансовой системе, чтобы не потерять власть над женщиной. Суфия оказалась в кабале за 22 цента.

Проблемы, связанные с отсутствием финансовой системы — обычным положением вещей в большей части стран, — становятся еще более явными, если сравнить эту ситуацию с альтернативной — чрезвычайно сильным влиянием финансовой революции в некоторых странах. Чтобы увидеть это, переместимся в Калифорнию и обратимся к нашему второму примеру.

## Поисковый фонд

Кевин Тэвил, который в ближайшем будущем должен был закончить Стэнфордскую школу бизнеса, не испытывал желания устраиваться на работу в крупную традиционную корпорацию. Его целью было начать собственное дело.

Вакансий было множество, но ни одна не предоставляла возможности стать самому себе хозяином. В самом деле, кто доверит руководство собственной фирмой человеку с таким ничтожным опытом? Выбор был очевиден: если Кевин хочет управлять компанией, ее нужно купить. Но как? У него не было денег не только на покупку фирмы, но даже на то, чтобы оплачивать свои расходы на время поиска подходящего объекта.

Ситуация Кевина вполне обычна. Отсутствие средств для финансирования идей — это единственная преграда на пути к богатству для миллионов людей во всем мире. Но Кевин преодолел это препятствие, прибегнув к малоизвестному финансовому инструменту под названием «поисковый фонд». Через два с небольшим года после окончания Стэнфордской школы он уже руководил собственной фирмой.

Поисковый фонд — это денежный фонд, предназначенный для финансирования поиска компаний, владельцы которых хотели бы их продать<sup>3</sup>. Обычно фонд организывает недавний выпускник юридического факультета или бизнес-школы, не имеющий собственных средств. Фонд покрывает расходы на поиски компании и расходы на содержание принципала (выпускника, занимающегося поиском). Выбрав подходящий объект, принципал должен провести переговоры по покупке компании, а также организовать финансирование. В обмен на первоначальные вложения в фонд его участники получают право инвестировать в приобретенную компанию в приоритетном режиме. После покупки выбранной компании принципал управляет ею несколько лет, затем продает ее, расплачивается с инвесторами, и, надо надеяться, у него остается достаточный капитал для себя.

В декабре 1993 г. Кевин собрал 250 тыс. долл. на финансирование поиска фирмы для себя. Через полтора года с помощью своего од-

нокашника Джима Эллиса Кевин выбрал подходящий объект — компанию по срочному ремонту дорог. Владелец компании запросил 8,5 млн долл. Кевину и Джиму удалось собрать эту сумму, обратившись в банки и к отдельным инвесторам (большинство из них ранее также финансировали поисковый фонд). Перспективы, которые они представили инвесторам, были настолько привлекательны, что требуемую сумму удалось собрать за 24 часа!

Компания под управлением Кевина и Джима росла чрезвычайно быстрыми темпами, как путем расширения, так и через приобретения. В 1995 г. продажи составляли всего лишь 6 млн долл., но в 2001 г. они достигли 200 млн долл. Компания обеспечила инвесторам фантастическую прибыль: акции, купленные по 3 долл. в 1995 г., в конце 1999 г. были выкуплены компанией по 115 долл.

Не каждый раз организация поискового фонда приводит к такому счастливому финалу. У некоторых принципалов деньги заканчиваются раньше, чем найдется подходящая компания. Другие с успехом находят фирму, но не преуспевают в управлении ею. Однако в целом поисковые фонды чрезвычайно доходны: они приносят в среднем 36 % ежегодной прибыли инвесторам и гораздо больше — принципалам<sup>4</sup>.

Но концепция, лежащая в основе поисковых фондов, представляет бóльший интерес, нежели их среднегодовые прибыли. Поисковый фонд финансирует не реальные активы, которые можно было бы предложить финансистам в качестве залога, и даже не надежное коммерческое предложение, а поиск коммерческого предложения — в сущности, поиск идеи. Концепция поискового фонда наводит на размышления о мире будущего — мире, где способность человека создавать состояние и добиваться экономической свободы определяется качеством его идей, а не размером банковского счета.

Применение принципа поисковых фондов кардинальным образом расширяет доступ к финансированию, предоставляя его широким массам. Это может кардинально изменить жизнь простых людей, хотя многие об этом даже не догадываются. Например, на протяжении всей истории человечества трудилось большинство, а доступ к капиталу имели немногие привилегированные лица. В результате наемные работники были слабы перед лицом капитала: в типичной крупной кор-

порации недавнего прошлого хозяева капитала (держатели акций) или их назначенцы (руководители высшего звена) принимают решения, а те, кто находится ниже на иерархической лестнице, могут лишь подчиняться. Когда благодаря развитым финансовым рынкам денежные средства стали более доступными, во многих отраслях от наемных работников стало зависеть гораздо больше. Все чаще и чаще термин «капитализм» в значении «предприятие свободного рынка» воспринимается в контексте различных отраслей как анахронизм.

Как ни трудно поверить в это в разгар экономического спада, возможности выбора для среднего высококвалифицированного работника или управляющего стали гораздо шире. Различные явления — от расширения полномочий работников до сокращения иерархии управления в компаниях, от расширения права собственности наемного работника до дробления крупных фирм — в значительной мере являются свидетельством развития финансовых рынков.

## Загадка

Между Кевином или Джимом и Суфией много очевидных различий. Выпускник Стэнфорда с дипломом МВА, что в костюме, что в сандалиях (и то и другое от известных дизайнеров), очень далек от босоногой бангладешской крестьянки с мозолистыми руками и глубоко въевшейся грязью под ногтями. Но есть и важное сходство: у обоих есть ценные умения, им требуется лишь материальная поддержка. Размеры требуемого им финансирования, выраженные как доля от предполагаемой прибыли, не сильно отличаются. Ни у кого из них нет реальных активов или денежных средств, которые можно было бы предложить в залог. Тем не менее Кевин и Джим получили требуемые средства, а Суфия осталась в ловушке бедности.

Почему Суфия не имела возможности получить 22 цента под разумный процент, а Кевин и Джим легко собрали сотни тысяч долларов через поисковый фонд? Почему финансовые рынки образовались только в некоторых странах и не развились в других? Будут ли те страны с развитыми рынками и дальше пользоваться плодами финан-

совой системы, или расцвет финансовых рынков двух последних десятилетий — это всего лишь недолгий перерыв между тысячелетиями финансового гнета?

### «Традиционный» ответ

Поисковый фонд работает, потому что дает выпускнику с дипломом МВА верные стимулы, будучи основан на разнообразии *институтов*. Права принципала и инвесторов четко оговорены в контракте, не только на момент основания фонда, но и впоследствии. Правовая система работает таким образом, что цена исполнения контрактов невысока. У сторон нет намерения обмануть или манипулировать друг другом, так как их доли четко закреплены контрактом. Эффективная система бухгалтерского учета и раскрытия информации, а также надежная система публичного ведения учета создают атмосферу взаимного доверия, а также повышают ликвидность предприятий. Принципал знает, что он не привязан к фирме на всю жизнь; он может внести усовершенствования в ее работу и выйти из дела, продав свой пакет акций на ликвидном фондовом рынке. Рынок капитализирует весь будущий поток доходов, поэтому труд принципала по поиску плохо функционирующих фирм будет чрезвычайно высоко оплачен. Таким образом, к делу привлекается талант, еще сильнее повышая уровень доверия...

Главная причина, по которой Суфия Бегум не получила денег под разумные проценты, — это отсутствие в таких странах, как Бангладеш, необходимых институтов: права собственности не закреплены и не осуществляются должным образом; нет агентств, которые собирают, хранят и распространяют информацию о кредитоспособности потенциальных заемщиков; конкуренция среди ростовщиков невысока; законы, регулирующие кредитование, устарели; контракты не исполняются, потому что судебная система плохо функционирует и подвержена коррупции...

Однако, чтобы исправить ситуацию в Бангладеш, нужно выйти за рамки традиционного ответа: «Укрепите институты!». Во-первых,

нужно понять, почему необходимые институты отсутствуют. Возможно, провести реформу существующих институтов нельзя из-за слишком сильной связи с менталитетом или традициями страны. В этом случае страны, подобные Бангладеш, будут обречены на существование без развития еще на долгие годы. К счастью, как будет показано в этой книге, опыт свидетельствует об обратном: историческое наследие далеко не всегда обрекает народ на прозябание. При первой же возможности люди, с присущей им изобретательностью, создают новые институты для замены старых, если цена укрепления последних слишком высока. Этим они демонстрируют, что институциональные изменения возможны вне зависимости от тяжести исторического наследия страны.

Возможно, для создания новых институтов бедным странам недостает таких средств, как квалифицированная рабочая сила, денежные фонды и развитые технологии. Загвоздка в том, что логически здесь образуется замкнутый круг: страны бедны, потому что в них отсутствуют нужные институты, а институты отсутствуют из-за бедности стран. Это не помогает понять, как некоторым странам удалось вырваться из этого порочного круга. Это не объясняет, почему в некоторых богатых странах (в 1790 г. самой богатой страной мира, по расчетам на душу населения, была Гаити) так и не были созданы нужные институты и появилось отставание в темпах роста<sup>5</sup>. Это также не объясняет, почему страны даже при наличии базовых рыночных институтов не создают те специальные институты, которые облегчают доступ к финансовой системе. 10 лет назад во Франции или Германии невозможно даже было себе представить нечто, подобное поисковому фонду. Возможность создания институтов, необходимых для существования динамично развивающегося, поддерживающего конкуренцию финансового сектора, в этих странах была: их законы были тщательно разработаны и выполнялись должным образом; уровень образования населения был не ниже, чем в США; степень использования высоких технологий в их промышленности также была не ниже... Причины того, почему институты, необходимые для существования финансовых рынков в частности и рынков вообще, в большинстве стран либо не существуют, либо слабо развиты, придется искать в других областях.



## Рыночная политика

У нас простое объяснение. Существование небольших неформализованных рынков не требует наличия развитой институциональной инфраструктуры. Но для функционирования крупных рынков с независимыми участниками, необходимых современной капиталистической экономике, требуется высокий уровень развития инфраструктуры. Когда сильные мира сего считают, что эти рыночные институты подрывают их власть, они сдерживают уровень их развития. Причина беспокойности людей, обладающих экономической властью, в том, что для институтов, поддерживающих свободные рынки, все люди равны, а власть — лишнее звено. Сами рынки усугубляют ситуацию, являясь источниками конкуренции и, таким образом, вынуждая сильных мира сего снова и снова доказывать свою конкурентоспособность. Поскольку власть может зиждиться не столько на нынешних способностях человека, сколько его на его достижениях в прошлом или на полученном наследстве, страх богатых перед рынком вполне обоснован.

Конечно, некоторые рынки выгодны богатым. Какой смысл в том, чтобы занимать монопольное положение в производстве бананов в республике, если не существует рынка для их сбыта? Но, как давно признал отец экономической науки Адам Смит, если такие рынки существуют, богатым и могущественным нравится их контролировать: «Расширение рынка и ограничение конкуренции всегда отвечает интересу торговцев... К предложению об издании какого-либо нового закона или регулирующих правил, относящихся к торговле, которое исходит от этого класса, надо всегда относиться с величайшей осторожностью, и его следует принимать только после продолжительного и всестороннего рассмотрения с чрезвычайно тщательным, но и чрезвычайно подозрительным вниманием. Оно ведь исходит от того класса, интересы которого никогда полностью не совпадают с интересами общества, который обычно заинтересован в том, чтобы вводить общество в заблуждение и даже угнетать его, и который действительно во многих случаях и вводил его в заблуждение и угнетал»<sup>6</sup>.

Наиболее могущественные воротилы противодействуют созданию инфраструктуры, которая бы расширила доступ к рынку и увеличила игровое поле. У ростовщиков, поймавших в сети Суфию Бегум, достаточно власти и знания местной конъюнктуры, чтобы обойти чрезвычайно сложную систему взимания долга с заемщиков, которые отказались его выплачивать. Более совершенные законы и разграничение прав собственности, а также создание общественных агентств по оценке кредитоспособности обеспечили бы появление динамично развивающегося финансового рынка — источника конкуренции, привлекли бы внешних займодателей и обесценили бы знания и навыки ростовщиков, тем самым поставив под угрозу их доходы. Опасаясь подобной ситуации, ростовщики предпочли бы избежать развития рынка, и противодействие созданию необходимых институтов — лучший способ добиться этой цели.

Не только могущественным дельцам из бедных стран приходится бояться повышения уровня конкуренции, связанного с развитием финансовых рынков. В США, где финансовый рынок динамично развивается, половина из двадцати ведущих по объемам продаж компаний в 1999 г. не занимала соответствующих позиций в 1985 г. Напротив, в Германии, где развитие финансовых рынков вплоть до последнего времени шло медленно, 80 % компаний в списке 20 ведущих фирм в 1999 г. также занимали соответствующие позиции в 1985 г. Частично эти различия обусловлены нерыночными факторами, но, очевидно, и финансовые рынки влияют на корпоративную мобильность, угрожая позициям влиятельных кругов<sup>7</sup>.

Итак, наш тезис прост. Влиятельные круги желают сохранить свою власть. Они ощущают угрозу со стороны свободных рынков. Особенно опасны свободные финансовые рынки, так как они предоставляют денежные средства новым игрокам, которые затем смогут распространить конкуренцию на другие рынки. Следовательно, развитие финансовых рынков нужно ограничивать в первую очередь.

Чтобы эта идея стала чем-то большим, чем очередная «теория заговоров», она должна давать достоверный прогноз того, где и когда будут развиваться рынки. Если влиятельные дельцы мертвой хваткой держатся за власть, рынки будут развиваться либо в том случае, когда

власть имущие будут получать от этого прямую выгоду, либо тогда, когда у них не будет другого выбора. Основываясь на историческом опыте, в развитии финансовых рынков можно легко выделить как минимум три этапа: начальный этап, на котором в стране развивается представительное правление, а степень соблюдения прав собственности повышается; второй этап, на котором страна открывает границы, чтобы укротить влиятельные круги, которые в противном случае подчинили бы демократическое правительство собственным интересам; третий этап — этап обратной реакции, когда дельцы возвращают себе власть за счет «обездоленных». Последовательность и наличие этапов не носит обязательного характера. Однако они достаточно показательны, чтобы подробно рассмотреть их.

## **Начальный этап: соблюдение прав собственности**

Первый шаг к развитию свободных рынков, обеспечивающих конкуренцию, состоит в том, что правительство должно гарантировать соблюдение прав собственности даже самым слабым и беззащитным своим гражданам. Исторически зачастую наибольшую угрозу здесь представляло само государство: под предлогом защиты населения от внешних или идеологических врагов правительства разных стран силами армии или полиции преследовали собственных граждан. В некоторых странах государство довольно рано изменяло свое поведение, основывая свое взаимодействие с частными компаниями на деликатности и доверии, а не на страхе. Другие правители все еще воспринимают свои страны как личные владения, которые можно ограбить, когда им заблагорассудится. Почему одним странам повезло, а другим нет?

Однозначные ответы на такие вопросы редко бывают удовлетворительными; исторические же исследования позволяют заметить занимательную закономерность: во многих странах, которым «повезло», распределение собственности, особенно земельной, было, что характерно, гораздо более равноправным. Например, что касается стран Нового Света, количество собственников было большим, при этом за-

метным было число мелких собственников-фермеров. В странах же Карибского бассейна и Латинской Америки нормой были крупные поместья, часто принадлежащие рабовладельцам или лицам, состоящим в отношениях феодального типа с покорным местным населением<sup>8</sup>.

Корреляция между распределением земли и представительным правлением не может быть случайной. В Северной Америке каждый фермер сам по себе не мог организовать собственные полицейские силы. Поэтому всем была очевидна необходимость представительного правления, чтобы перед лицом государства все граждане были равны и при этом гарантировалось соблюдение законов. Более того, поскольку мелкие фермеры в Северной Америке были собственниками своей земли, у них имелись сильные стимулы возделывать ее должным образом и стремиться улучшить производственную технологию. Со временем фермер учился понимать свою землю: сеять нужные зерновые и собирать урожай в определенное время, применяя для этого правильные научные методики. Даже если изначально иммигранты получали в собственность тот или иной участок земли случайно, постепенно производительность труда фермеров-собственников становилась высокой. Даже самое алчное государство подумало бы дважды, прежде чем нарушать их права собственности. Гораздо лучше было облагать фермера налогами, нежели «убивать курицу, несущую золотые яйца», отнимая у фермера его собственность.

Короче говоря, в Северной Америке наличие собственников в широких слоях населения обеспечило формирование открытого справедливого государства, признающего власть закона. Мелкие, но зажиточные фермеры обладали достаточной экономической властью для того, чтобы добиться образования подобного государства. А поскольку фермеры были близки к своей собственности и хорошо ею управляли, соблюдение их прав имело экономическое значение. Все это создало благоприятную среду для формирования сильной рыночной экономики.

Теперь обратимся к Южной Америке. Европейские колонисты основали крупные плантации и имения, в качестве рабочей силы на которых использовались привозные рабы или покорные аборигены<sup>9</sup>. Но стимулы плантаторов кардинально отличались от стимулов североамериканских фермеров — эти влиятельные люди не нуждались в

представительном правлении. Их владения были достаточно обширны, чтобы набирать собственные полицейские формирования, а размеры состояния позволяли влиять на любое правительство.

С течением времени цивилизация уравнила в правах рабов, а покорные аборигены осознали свои права. Это оказало серьезное отрицательное влияние на экономику крупных земельных владений. Единственным способом сохранить их прибыльность стало ущемление прав работающего населения — например, путем лишения их доступа к образованию и финансовой системе<sup>10</sup>. Следовательно, власть имущие имели стимулы активно подавлять развитие институтов свободного рынка задолго до того, как начнется их формирование.

Естественно, история каждой страны своеобразна и не соответствует буквально нашей схеме. Однако общая зависимость ясна: в странах или областях, например, в южной Италии или северо-восточной Индии, государственной основой которых служили крупные феодальные владения, власть закона и принцип соблюдения прав собственности устанавливались с большим трудом.

Власть крупных собственников не является неуязвимой. Но обычно катализатором изменений становятся сильные внутривнутриполитические потрясения или внешнеполитическая угроза. В Англии Тюдоры уничтожили крупных феодалов и церковь, чтобы укрепить свою власть, что в итоге привело к формированию парламента и конституционного правления. В Бразилии в конце XIX в. на смену революции пришли экономические реформы. В странах континентальной Европы земельные и политические реформы последовали за волнами потрясений, вызванными Французской революцией и завоевательными походами Наполеона. Большинство этих стран «вступило в ряды» тех, «кому повезло». «Невезучие» же страны, защищенные от внешних или внутренних потрясений, способные создать предпосылки для реформы, медленно приходили в упадок.

## **Второй этап: укрощение влиятельных кругов в условиях демократии**

Появление демократии, гарантированной конституцией, — это огромный шаг в направлении формирования свободных финансовых рынков, так как граждане страны обретаю большую уверенность в том, что их права собственности будут соблюдаться. Но этого недостаточно, поскольку даже в условиях индустриальной демократии стабильные промышленные компании и авторитетные финансисты имеют серьезное влияние. Им можно противостоять путем предоставления свободного доступа к финансовой системе просто потому, что они обладают достаточным объемом собственных денежных средств, а финансовые рынки предоставляют средства новым — и нежелательным — участникам конкурентного процесса.

Влиятельные круги способны блокировать развитие институтов, необходимых для функционирования финансовой системы, — это хорошо организованная группа, сконцентрированная на достижении цели и обладающая значительными денежными средствами. У них гораздо больше возможностей склонить на свою сторону законодателей и чиновников, чем у более многочисленных, но неорганизованных широких масс граждан. Обратите внимание, кому Конгресс США в первую очередь оказал помощь после трагедии 11 сентября 2001 г. Нападение террористов нанесло серьезный ущерб всему туристическому сектору. Но первые законодательные меры были направлены не на облегчение положения сотен тысяч таксистов или работников ресторанов и гостиниц, но на помощь авиакомпаниям, которые провели организованную лоббистскую кампанию за предоставление им налоговых льгот.

Подобным же образом, если промышленные и финансовые воротилы противостоят развитию финансовой системы, у них есть организационные возможности и политическое влияние для того, чтобы не допустить появления на правительственной повестке дня пункта об институциональном развитии. Финансовая система может ослабевать, несмотря на желание развивать ее, просто потому, что у людей, при-

держивающихся этой позиции, нет соответствующих организационных возможностей.

Чтобы увидеть, как политическая целесообразность может превалировать над общественными интересами, достаточно обратиться к ситуации на сельскохозяйственном американском Юге в не столь давнем прошлом: «В начале XX в. перспективы фермера, проживающего на юге, были мрачными. Лишь немногие банки предоставляли ссуды на сельскохозяйственные нужды, при этом по чрезвычайно высоким процентным ставкам. На ниве сельскохозяйственных кредитов орудовали ростовщики, и год за годом весь урожай фермеров уходил на оплату непомерных процентов по ссудам, взятым, чтобы поддержать функционирование фермерских хозяйств. В случае неурожая шансы фермера вырваться из когтей ростовщика становились буквально нулевыми»<sup>11</sup>.

Причина проблемы заключалась в том, что при разработке государственных законов, регулирующих банковскую деятельность, общественные интересы не принимались в расчет. В некоторых штатах банкам не разрешалось открывать более одного отделения; во многих штатах банкам, принадлежащим другому штату, вообще запрещалось открывать отделения. Причина была проста: необходимо было ограничить конкуренцию между банками, чтобы местные банки сохраняли свои прибыли. Не имело значения, что в отсутствии конкуренции местные банки станут толстыми и ленивыми, а прочие банки при ограничениях на открытие отделений будут слишком мелкими, и риск для них будет слишком велик; поэтому они не захотят предоставлять сельскохозяйственные займы, которые в обратном случае поставили бы их в слишком сильную зависимость от капризов местной погоды. Уровень обслуживания населения был низким. Но местные банки вкладывали крупные суммы в политические кампании, и их интересы долгое время превазировали над нуждами населения. Только в 1990-х гг. архаичные законы, регулирующие банковскую деятельность, были, наконец, отменены.

Если экономические игроки, обладающие наибольшей властью в стране или штате, решают не допустить формирования институтов свободного рынка, тогда остается надеяться только на внешнюю конкуренцию. Дело в том, что политические ограничения, накладываемые

на внутреннюю конкуренцию и рынки, оказывают негативное влияние на внутренних игроков: эффективность их деятельности и конкурентоспособность снижаются относительно внешнеэкономических игроков, которые уже приобрели опыт деятельности в условиях более жесткой конкуренции. В том случае, если конкуренция проникает извне сквозь политические границы, у крупных внутренних игроков есть только два выхода: либо отменить законы, стоящие на пути развития свободного внутреннего рынка, либо разориться. Традиционно они делают разумный выбор.

Именно это произошло с американским законодательством, ограничивающим расширение банков. Когда технологическое развитие позволило банкам предоставлять клиентам кредиты и совершать займы на расстоянии, конкуренция со стороны «внешних» банков возросла даже несмотря на то, что у них не было отделений в других штатах. Местные политики не могли нейтрализовать эту конкурентную борьбу, поскольку внешние банки находились не в их юрисдикции. Не желая наблюдать, как неэффективно действующие местные лидеры будут проигрывать «чужакам», чиновники отменили законы, ограничивающие открытие отделений в других штатах. Исследования показывают, что, за исключением немногих неэффективных банков, все оказались в выигрыше. Отмена подобных законов в основном привела к значительному увеличению темпов роста доходов на душу населения и снижению уровня риска в банковской деятельности<sup>12</sup>.

Аналогичным образом внешняя торговля и движение капитала из-за рубежа ставят игроков в условия жесткой внешней конкуренции. Страны вынуждены принимать меры для повышения конкурентоспособности экономики, не заботясь об интересах влиятельных дельцов. Обычно это означает укрепление институтов, необходимых для развития внутренних рынков.

Например, в Японии в начале 1980-х гг. масштабы рынка корпоративных облигаций были чрезвычайно малы, так как коммерческие банки контролировали так называемую Комиссию по облигациям — официальный орган, в который должна была обращаться компания, желавшая выпустить необеспеченные облигации. Внешне такая система должна была обеспечить надежность производимых компаниями



эмиссий. Истинной же причиной такого контроля было желание банков защитить свою кредитную деятельность. Компания «Hitachi», в то время «голубая фишка» с рейтингом АА (наивысший рейтинг — ААА), не могла получить разрешение на эмиссию и была вынуждена брать банковские кредиты по высоким процентным ставкам.

Развитие Еврорынка (оффшорного рынка в Лондоне) и открытие японских границ для иностранного капитала в 1980 г. наконец ослабили жесткий контроль банков над компаниями. Крупные японские фирмы теперь получали кредиты через Еврорынок в обход внутренних банков. На Еврорынке не предъявлялись залоговые требования, поэтому компании могли свободно производить эмиссии, используя различные финансовые инструменты с различными сроками платежа и в различной валюте. В начале 1970-х гг. эмиссии на Еврорынке составляли лишь 1,7 % корпоративного финансирования японских компаний, а к 1984 г. — уже 36,2 %. Комиссию по облигациям были вынуждены распустить — не по требованию банков или государства, но под давлением внешней конкуренции.

В целом в течение XX в. периоды высокой международной мобильности товаров и капитала (с 1900 по 1930 г. и с 1990 по 2000 г.) совпадали с периодами максимального развития финансовых рынков. Что еще более характерно, страны, более открытые для международной торговли в эти периоды, могли похвастаться более процветающими финансовыми рынками. Например, небольшие страны — Гонгконг, Люксембург, Швейцария — вынуждены быть открытыми, при этом то, что они одновременно являются крупными финансовыми центрами, — не совпадение. Открытые границы снижают возможности политиков снизить уровень конкуренции и замедлить финансовый и экономический рост. Они помогают спасти капитализм от капиталистов!

Таким образом, надежда для таких стран, как Бангладеш, в том, что с повышением степени их интеграции в мировую экономику архаичные институты, которые в прямом и переносном смысле поймали в ловушку народы этих стран, будут вынуждены измениться к лучшему. Люди получают свободный доступ к финансовой системе и, вместе с ним, надежду на экономическую свободу.

Подводя промежуточный итог, мы утверждаем, что на каждом этапе развития страны возникают свои группы влиятельных лиц, заинтересованных в развитии только тех институтов, которые будут поддерживать их власть. Если экономическая власть в стране сосредоточена в руках тех, кто не имеет экономических способностей — феодалов или плантаторов, не способных действовать эффективно, — появление необходимых рынку институтов возможно только после политических изменений, направленных на демократизацию власти. Но этого может быть недостаточно. Даже в условиях демократии дельцы могут добиваться своего благодаря тому, что население не расположено участвовать в политической жизни. Свободная пресса, активное участие общественности в политической жизни и конкурентоспособные политические партии способствуют решению этой проблемы, но эффективно предотвратить подчинение экономической политики страны интересам новых влиятельных кругов можно только в условиях давления внешнеэкономической конкуренции. Это давление вынуждает местных политиков проводить более эффективную политику, направленную на развитие рынка, хотя бы только для того, чтобы помочь выжить местным дельцам. Конкуренция между политическими системами предоставляет шанс свободным рынкам.

### Третий этап: реакция

Но если между тиранией дельцов и свободными рынками, поддерживающими конкуренцию, стоят только открытые границы, насколько надежны рынки? Разве открытие границ страны для иностранных товаров и услуг не является само по себе политическим решением, зависящим от настроений общества? Если это так, не слишком ли ненадежными являются сами основы свободного рынка?

Эти основы подвержены изменениям, но это не зависит от политической конъюнктуры. Государственные границы проницаемы. Когда весь мир открыт, отдельной стране трудно ставить барьеры на пути потока товаров, капитала и людей — на каждую преграду всегда найдется обходной путь. Поэтому в условиях открытости всего мира госу-

дарственные границы отдельной страны волей-неволей будут открыты, если только это не полицейское государство. Интересы влиятельных дельцов будут ущемлены. Возможно, именно поэтому азиатский кризис 1998 г., произошедший на фоне бурного развития и процветания всего остального мира, не изменил позиции большинства восточноазиатских правительств по отношению к открытым границам.

Ситуация может стать иной, если крупные страны закроют свои границы. Это не только ослабит позиции сторонников открытости в каждой открытой стране, но и облегчит стране контроль за потоками капитала, идущими через границу. Поэтому обратное движение процесса глобализации, начавшись в отдельных странах, может распространиться по миру. Вероятность того, что будут предприняты подобные согласованные действия, существует. Глобальный спад не только отразится на ситуации во многих странах, но и обратит общественное мнение против рынков, обеспечивающих конкуренцию, и, по ассоциации, против открытости границ.

Чтобы понять, почему экономические спады рождают оппозицию рынкам, рассмотрим естественные последствия функционирования прозрачного рынка, обеспечивающего конкуренцию: он создает новые риски и подрывает традиционные основы страхования. Во время спадов неизбежно повышаются риски, а отсутствие страхования усугубляет ситуацию. Неудивительно, что оппозиция растет.

Объясним ситуацию более подробно. Конкуренция естественным путем отделяет компетентных от некомпетентных, трудолюбивых от лентяев, удачливых от неудачников. Таким образом, она усиливает риск для компаний и людей. Она также повышает степень риска, предоставляя более широкие возможности в хорошие времена и снижая их круг в трудные. Это похоже на катание на американских горках: в итоге большинство людей оказывается в выигрыше (т. е. приобретает состояние), но поездка не из приятных, а некоторые все-таки падают с высоты.

Если конкуренция ограничивается, физические и юридические лица могут использовать различные формы «непрямой страховки». С развитием рынка эти возможности исчезают. Пояснить этот тезис можно на следующем примере: когда конкуренция на рынке рабочей

силы ограничена, компании знают, что в будущем мобильность их сотрудников будет низкой. Зная, что сотрудники будут лояльны, в тяжелые времена компании будут скорее направлять работников на переквалификацию, нежели увольнять их. Напротив, в условиях экономики с высокой степенью конкуренции степень мобильности рабочей силы в хорошие времена высока. В связи с этим в трудные времена компании сложно оправдать целесообразность переквалификации сотрудников или содержания раздутого штата, так как прекрасно известно, что во время экономического бума у наемных работников не будет необходимости оставаться верными компании. Аналогичным образом, возможностей для применения традиционных форм «косвенной страховки» между компаниями и работодателями, поставщиками и их клиентами, гражданами и муниципальными властями с развитием рынков и предоставлением более широких экономических возможностей будет становиться меньше. Зачастую прямые формы страхования не заменяют или не могут в полной мере заменить традиционные.

Иными словами, рынок, поддерживающий конкуренцию, не только создает явных неудачников, но и лишает их традиционных гарантий. Эти люди становятся «обездоленными» — рабочие из тех отраслей промышленности, которые лишаются будущего в результате конкуренции, вкладчики, потерявшие все свое состояние, владельцы предприятий малого бизнеса и фермеры, отягощенные долгами по кредитам, взятым на развитие бизнеса во времена процветания... Познав нищету, «обездоленные» получают сильный стимул создать организацию и получить защиту посредством политической системы. Однако, если им удастся объединиться, они потребуют гораздо больше, нежели субсидии и льготы. В действительности их требования обернутся против экономической системы, ставшей причиной их нынешнего положения, особенно если эти требования совпадут с интересами влиятельных капиталистов. Это не просто теоретическая возможность — такое уже случалось.

## Великий поворот

По крайней мере однажды мир уже видел период прогрессирующей глобализации и великого расширения рынков. Размышляя о своем времени, президент Международного конгресса исторических исследований сказал в 1913 г.: «Мир становится единым в совершенно новом смысле этого слова... С сокращением расстояний благодаря новым силам, предоставленным в наше распоряжение наукой... пути развития политической, экономической и научной мысли в каждой из областей переплетаются все прочнее... События в любой точке земного шара сегодня значимы для любой другой его точки. Мировая История стремится к превращению в Единую Историю»<sup>13</sup>.

Время, к которому относится это высказывание, действительно характеризовалось динамичным развитием рынков. Но вскоре после этого вследствие первой мировой войны и Великой депрессии резко повысился уровень безработицы и началась разруха. В то время уровень формального страхования, доступного обычным людям, варьировался от минимального до нулевого (в 1910 г. в Западной Европе только 20 % наемных работников в той или иной форме получали пенсионное обеспечение, только 22 % — медицинскую страховку, а о страховании по безработице практически никто не слышал). Рабочие, большинство которых приобрели политическую сознательность в окопах первой мировой, создавали организации, чтобы требовать какой-либо защиты от неблагоприятной экономической обстановки. Но реакция в основном началась во время Великой депрессии, когда к ним начали присоединяться пострадавшие жители других стран — фермеры, вкладчики, ветераны войны, старики...

Политики были вынуждены как-то отвечать на эти требования, но столь высокий спрос на защищенность не мог быть удовлетворен в жестких рамках правительственного бюджета, установленных золотым стандартом. Поэтому мир отказался от «смирительной рубашки» золотого стандарта, который в то время был основной гарантией свободной торговли и свободного перетока капитала. Границы закрылись.

Правительства установили контроль над финансовыми рынками, а многие страны также национализировали значительную долю своего банковского сектора. Получив, таким образом, возможность регулировать финансирование, государство обрело неограниченную власть над частным бизнесом. К тому же оно прямо вмешивалось в сферу частного бизнеса, проводя национализацию промышленных предприятий или организуя картели, финансируемые из бюджета. Отчасти эта деятельность была вызвана недоверием к рынку; отчасти в ней отразилась неадекватность прежней правительственной политики. Государство не могло в сжатые сроки предоставить разумные гарантии, поэтому оно попыталось прямо ограничить амплитуду рыночных колебаний, ограничив конкуренцию.

При отсутствии внешней конкуренции и постоянном желании правительства охранять рабочие места и фирмы для влиятельных дельцов настал счастливый день. Они использовали этот период, когда международная конкуренция больше не ограничивала внутреннюю политику, не просто для того, чтобы получить временное преимущество, но для того, чтобы изменить законодательство в соответствии со своими интересами таким образом, чтобы это преимущество сохранялось и во времена процветания, когда у них больше не будет возможности направлять гнев «обездоленных» против рынков. Отказ от открытости обеспечил условия, в которых появилась возможность подавить рынок, — и она была реализована. Это подавление продолжалось долгое время.

При отсутствии конкуренции несколько крупных компаний заняли доминирующее положение в большинстве отраслей. У новых игроков не было ни единого шанса. Что еще хуже, экономика уже не могла обновляться путем созидательного разрушения, в процессе которого старые неэффективные институты уступают место новым, передовым. Это не имело большого значения в годы непосредственно после второй мировой войны, когда практически весь мир сосредоточился на послевоенном восстановлении, но в итоге темпы роста мировой экономики начали замедляться.

Только в процессе последовательного роста открытости мировой экономики в последние три десятилетия, движущей силой которого не

в последнюю очередь стало осознание того, что закрытие границ порождает экономическую стагнацию, финансовая система и экономика снова стали свободными.

Подводя итог, история дает основания быть уверенными в том, что политический консенсус в пользу свободных рынков не является естественным явлением, даже в развитых странах. Снова и снова за сохранение экономической свободы приходится вести политические баталии. Мы не далеки от отчаяния, пусть исключительного, положения Суфии Бегум!

## **Опасности антиглобалистского движения**

Открытые границы повысили благосостояние широкого круга людей, многие из которых не имеют абсолютно никакого представления ни о роли, которую сыграла в их жизни финансовая система, ни о риске, которому закрытие границ могло бы подвергнуть их лично. К несчастью, это понимают слишком немногие, и поэтому ряды антиглобалистов во всем мире ширятся, в условиях серьезных экономических кризисов открытые границы выглядят все менее и менее привлекательно, несмотря на то, что политически в такие времена они более выгодны.

Если рынки будут выполнять свою функцию, они всегда будут создавать неудачников. Тот факт, что бремя оплаты издержек конкуренции и технологического прогресса ложится лишь на некоторых, невозможно отрицать. К сожалению, именно голос этих людей, а не желания молчаливого большинства или интересы будущих поколений, в основном влияют на политиков. Опасность, исходящая от консервативной политики, заключается в том, что нужды неудачников или угроза, которую они представляют для всеобщего процветания, игнорируются. Либеральная политика также заблуждается, когда критикует систему, создающую неудачников, вместо того чтобы осознать, что это неизбежный аспект рынка.

Недавние события не могут служить хорошим предзнаменованием. Будем надеяться, что увеличение числа вооруженных конфликтов

в мире станет лишь незначительным эпизодом в книге мировой истории. Тем не менее вне зависимости от этого военная лихорадка повышает доверие к правительству, даже в области экономической деятельности, снижая веру общественности в логику открытых рынков. Экономический спад, когда многие не получили богатства, которое, казалось, было на расстоянии вытянутой руки, корпоративные скандалы, подрывающие общественное представление о справедливости рынков, вероятность начала длительной войны и отрицательная реакция на открытые границы — подобное мы уже видели. Сочетание вышеперечисленных факторов обошлось рынкам слишком дорого.

Мы не хотим сказать, что мир ничему не научился на опыте 1930-х гг. История не так скучна, чтобы повторяться в точности. Развитые страны предоставили своим жителям системы обеспечения экономической безопасности, хотя даже в лучших из них есть недостатки. Но недавно ставшие развитыми и развивающиеся страны все еще полагаются на «неофициальные» системы экономической безопасности, которые давно износились в процессе наступления рынков. Вполне возможно, что антирыночное движение наберется сил в этих регионах, а затем распространится на развитые страны.

А развитым странам придется столкнуться с новыми проблемами. Технологические сдвиги и экономический рост в таких странах, как Индия и Китай, становятся причиной сокращения объемов и реструктуризации целых отраслей. Старение населения в развитых странах и вытекающая из этого пужда в иммиграции из развивающихся стран может стать причиной серьезного политического напряжения в будущем, когда работающих иммигрантов попросят выплачивать пособия пенсионерам — коренным жителям. Более того, поскольку пенсионеры на богатом Западе являются просто собственниками и не создают добавленную стоимость, конфликты, связанные с правом собственности, могут участиться.

Ни одна из грядущих проблем не является неразрешимой. Но они требуют прагматического, а не идеологического подхода, и ниже мы предложим различные варианты возможной политики. В общих чертах, границы должны быть открытыми, чтобы страны могли пользоваться возможностями свободных рынков — источников конкурен-



ции — и сохранять уровень игрового поля. Но открытые границы и свободные рынки также должны стать политически более привлекательными. Между свободными рынками и влиятельными дельцами мало общего, но эту общую базу можно расширить. Между свободными рынками и «обездоленными» больше общего. Чтобы предотвратить ситуацию, когда проводимая политика будет направлена против развития рынка, нужно помогать тем, кто проигрывает в конкурентной борьбе, — не оставлять их вести проигранную битву, но облегчить их боль и подготовить их к лучшему будущему.

Итак, центральный тезис нашей книги: конфликт между рынками и политикой заключается в самих их основах. Существование крупных независимых рынков требует наличия развитой инфраструктуры. Организовать коллективные действия сложно, что затрудняет развитие инфраструктуры без участия государства. Однако это участие осложняется аналогичными проблемами: поскольку организация коллективных действий сопряжена с трудностями, общественность не всегда может гарантировать, что государство будет соблюдать общественные интересы. Традиционные левые и правые подчеркивают свое мнение в этом конфликте: левые — необходимость государственного вмешательства, правые — коррумпированность государства. Если обе стороны правы — а это, несомненно, так, — политическая стабильность свободных рынков зависит от тенденциозных идеологических установок. Их должна заменить сложная система ограничений и противовесов. Чтобы понять, какими они должны быть, мы должны лучше представлять себе преимущества свободных рынков, процесс их формирования, противодействующие им силы и возможности этих сил. Вышеперечисленные темы исследованы в данной книге.



# Часть I

## ПРЕИМУЩЕСТВА СВОБОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



# ГЛАВА 1

## Выгоды финансовой системы: только для богатых?

Чтобы укрепить политическую базу свободных рынков, общество должно в большей степени осознать, чем оно обязано рынкам. Первый шаг в укреплении защиты рынков — это распространение информации об их истинных преимуществах и ограничениях. Система финансовых рынков слишком слаба политически, поэтому формы капитализма, существовавшие в различных странах, слишком далеки от идеала. Они представляют собой искаженные варианты системы, в которых интересы влиятельных кругов мешают конкуренции выполнять ее естественную задачу. Таким образом, чтобы защитить свободные рынки от критиков, мы должны продемонстрировать не только то, в какой степени мы обязаны рынкам своим благосостоянием, но и то, почему мрачные пародии на капитализм, характерные для новейшей истории вплоть до недавнего времени, не являются показательными примерами свободного рыночного предпринимательства. Далее, мы попробуем убедить читателя в том, что сегодня перед нами не стоит выбор Гобсона между искаженным социализмом и искаженным капитализмом, как было на протяжении почти всей истории человечества. Есть лучший путь, и он вполне достижим.

Одну из групп рынков — финансовые рынки — обычно порицают еще сильнее, чем все остальные. Сегодня в развитых странах лишь немногие профессиональные экономисты выступают против свободного рынка товаров и услуг, однако многие все еще придерживаются отри-

цательного мнения по поводу свободных финансовых рынков. Но финансовые рынки гораздо более важны, потому что, как будет показано ниже, свободные финансовые рынки можно назвать эликсиром, питающим процесс созидательного разрушения, который постоянно обновляет капиталистическую систему. Это делает их основной мишенью влиятельных кругов, которые боятся перемен. Таким образом, в книге мы в основном рассматриваем финансовые рынки.

Однако, чтобы укрепить защиту, мы должны понять, от чего нам нужно защищаться. Поэтому рассмотрим, какова роль финансовых рынков и финансистов согласно традиционным общественным представлениям. Широко распространено мнение, что Уолл-стрит — это паразит, живущий за счет Мэйн-стрит. В лучшем случае, финансист забирает деньги у одного человека и отдает их другому, удержав значительные комиссионные, дабы оплатить отделку роскошных апартаментов с видом на Центральный парк. Это представление о финансистах прекрасно отражено у Томаса Вульфа в романе «Костры амбиций». Вот отрывок из этого романа, в котором Джуди Мак-Кой объясняет своей дочери Кэмпбелл, чем именно занимается ее отец, продавец облигаций:

«— Папа не строит дороги и больницы и не помогает строить дороги и больницы, его дело -- облигации для людей, которым нужно набрать много денег.

— Облигации?

— Да. Представь себе, что облигация — это куски пирога, испекла его не ты, но ты передаешь людям эти куски, и от каждого тебе отламывается малюсенький ломтик, крошка, и ты берешь ее себе.

Джуди улыбается, Кэмпбэлл тоже, она понимает, что это — шутка, сказка про то, что же на самом деле делает папа.

Крошка? — повторяет она выжидательно. — Ну, и?..

Да, — кивает Джуди. — Но ты представь себе, что их, таких малюсеньких крошек, очень-очень много. Надо раздать много кусков пирога, и тогда у тебя получится вот такой огро-омный пирог»<sup>1</sup>.

Порицая финансистов, Вульф отнюдь не находится в меньшинстве. Начиная с «Венецианского купца» Шекспира и заканчивая «Деньгами» Эмиля Золя, финансисты пахотятся на шкале моральных ценностей гораздо ниже, чем проститутки.

Итак, многие считают финансистов паразитами-кровопийцами; иные же полагают их слишком могущественными. Вот что говорил Вудро Вильсон во время президентской кампании 1912 г.: «В нашей стране есть великая монополия — монополия на деньги. До тех пор, пока она существует, о многообразии, свободе и силе индивидуального развития, присущим нам прежде, не может быть и речи. Великой промышленной нацией управляет ее система кредитования. Наша система кредитования — в руках нескольких людей, от которых, таким образом, зависит развитие страны и вся наша деятельность. Эти люди, даже если их действия честны и служат интересам общества, неизменно сосредоточены на великих предприятиях с участием их личных капиталов. Их собственные интересы неизбежно будут сдерживать и разрушать подлинную экономическую свободу»<sup>2</sup>.

Вильсон признавал важность финансовой системы («Великой промышленной нацией управляет... кредитование»), однако сокрушался, что ее сила направлялась на то, чтобы «сдерживать и разрушать подлинную экономическую свободу». Совместимы ли эти два, на первый взгляд, противоречивых представления: финансисты бесполезны и в то же время слишком могущественны?

Да, совместимы. Они верно описывают финансистов, но только в условиях неразвитой финансовой системы, в которой отсутствует базовая финансовая инфраструктура: хорошие, быстро приводимые в исполнение законы, четкие стандарты бухгалтерского учета и эффективные структуры управления и контроля. Причина, по которой вышеописанные представления соответствуют действительности, проста. Талант и деловая хватка ничего не стоят без денежных средств, которые позволили бы пустить их в ход. Хорошая финансовая система расширяет доступ к денежным средствам. Напротив, доступ к ним в условиях неразвитой финансовой системы ограничен. Ключевая роль денег обуславливает власть финансиста, контролирующего доступ к ним; вместе с тем в условиях такого ограниченного доступа ему практически ничего не нужно делать для того, чтобы заработать. Он просто играет роль привратника, оберегая покой богатых за закрытыми воротами и оставляя снаружи тех, кто хотел бы вступить в борьбу за денежные средства. Таким образом, верным является и представление

Джуди Мак-Кой о том, что он крадет крошки пирога, которого не пек, и мнение Вудро Вильсона, что финансисты «сдерживают и разрушают подлинную экономическую свободу».

Почему в условиях экономики, где отсутствует финансовая инфраструктура, финансирование столь ограничено? Финансирование — это предоставление некоторой суммы денег сейчас в обмен на обещание получить большую сумму в будущем. Неудивительно, что такой обмен сопряжен с определенными трудностями. Во-первых, даже самый честный заемщик может оказаться не в состоянии выполнить свои обязательства, поскольку неопределенность результата является неотъемлемым свойством любых вложений. Таким образом, финансистам приходится идти на определенный риск. Если степень предполагаемого риска высока, людей, готовых рискнуть, найти непросто. Во-вторых, трудно определить цену обещаниям. Чем меньше люди хотят сдерживать обещание, тем больше они обещают. Следовательно, сама природа обмена в большей степени благоприятствует нечестным людям. Наконец, даже люди с самыми лучшими намерениями могут, получив деньги в долг, поддаваться искушению и постараться воспользоваться обстоятельствами. В условиях экономики, где отсутствует инфраструктура для улаживания такого рода проблем, финансирование доступно только тем немногим, кто имеет необходимые связи или денежные средства, чтобы убедить финансистов в своей благонадежности. Финансист может получать значительную прибыль, выступая в качестве привратника. Как мы продемонстрируем в этой главе, ограниченный доступ к финансовым средствам резко сужает для граждан возможность выбора условий их работы и жизнедеятельности.

В следующей главе будет объяснено, почему такая ситуация не является неизбежной. При наличии соответствующей инфраструктуры все эти типичные проблемы можно решить, дав финансистам возможность расширить доступ к денежным средствам и повысить степень экономической свободы. И это не утопия. Как будет показано в главе 3, революция, происшедшая на финансовых рынках США в последние 20 лет, уже повысила степень экономической свободы весьма значительно, поставив в центр экономической деятельности не капитал, а человека. Все это предполагает, что тем, кто желает перекрыть свободный



доступ к финансовым средствам и связанным с этим возможностям, достаточно сосредоточиться на сдерживании развития институциональной инфраструктуры, необходимой для функционирования современного финансового рынка. Проблемы, присущие финансовой системе, довершат начатое, ограничив доступ к системе. Как только мы это поймем, можно будет продолжить изложение материала данной книги.

## Проблемы, присущие финансовой системе

Случай, невежество или мошенничество — или, используя профессиональный жаргон, неопределенность, неблагоприятный отбор или субъективный риск — могут помешать возвращению займа. Вкратце рассмотрим причины.

Вложение денег очень редко бывает надежным — всегда существует *неопределенность* относительно успешности вложения. Чтобы привлечь денежные средства в рискованные предприятия, осуществляющие их люди или компании должны пообещать инвесторам *премию за риск*. В условиях развитой финансовой системы финансисты сокращают премию, требуемую от заемщика, путем распределения риска среди широкого круга инвесторов или распределения его среди тех инвесторов, которые испытывают наименьшее отвращение к риску. В условиях неразвитой финансовой системы у финансистов нет возможности адекватно распределять риск, поэтому инвесторы требуют высокую премию за риск, что чрезвычайно увеличивает стоимость услуг финансовой системы.

Проблемы, вызванные неопределенностью, осложняются тем, что не все люди по натуре честны. Финансисту сложно отличить честного человека от бесчестного, не имея подробной информации о кредитной истории заемщика. Даже в случае дефолта отличить невезение от мошенничества нелегко. И поскольку нечестных людей трудно вычислить и наказать, финансисты, обладая неполной информацией, снова вынуждены прибегать к повышению цен на свои услуги.

Однако существует определенный предел, до которого финансист может повышать цены. Одна из проблем, стоящих перед финансистом,

обозначается термином «неблагоприятный отбор»<sup>3</sup>. Честные заемщики, которые собираются выплатить долг, очень чувствительны к уровню процентной ставки — ведь на их плечи ляжет бремя выплаты процентов по высокой ставке. Чем выше ставка, тем меньше честных потенциальных заемщиков обратится с просьбой о предоставлении кредита, поскольку преимущества получения кредита сводятся на нет высокими выплатами по процентной ставке. В отличие от них, заемщики, которые не собираются возвращать кредит, подадут заявку на получение кредита вне зависимости от ставок процента, т. е. чем выше поднимается ставка процента, тем больше будет «неблагоприятно отобранных» нечестных заемщиков. Но чем выше концентрация плохих заемщиков, тем выше в свете более вероятной перспективы дефолта должен поднимать ставки финансист, чтобы избежать убытков. Это порочный круг. Чем выше финансист поднимает ставку, тем выше он вынужден ее поднимать до тех пор, пока не потеряет всех потенциальных хороших клиентов. На этом этапе финансист уже не желает предоставлять кредиты, так как знает, что у него остались только те клиенты, которые не намерены их возвращать!

Иными словами, процентных ставок, обеспечивающих прибыльность кредитования, не существует, поэтому финансист просто отказывает в предоставлении кредита тем потенциальным клиентам, которые не имеют солидной кредитной истории. Таким образом, в условиях неразвитой финансовой системы широкие слои населения не имеют доступа к кредитованию.

Неопределенность и нечестность — не единственные проблемы, с которыми сталкивается финансист. Даже честный по натуре заемщик может действовать вразрез с интересами финансиста — этот феномен именуется «субъективный риск», — если условия выплаты кредита плохо структурированы. Например, если осуществление выплат по кредиту становится для заемщика крайне затруднительным, он может решить, что единственный способ решить проблему — взять дополнительный кредит с более высокой степенью риска. Такая «игра на восхождение» противоречит интересам финансиста, поскольку подобные проекты в большинстве случаев заканчиваются провалом. В условиях развитой финансовой системы финансист обладает полной информа-

цией о том, когда условия финансирования начинают создавать искаженные стимулы для заемщика. Финансист знает, в какой форме следует составить новый контракт, и может положиться на эффективность законодательной системы в вопросе реструктурирования старых контрактов (что является нетривиальной задачей, когда у заемщика несколько кредиторов) и заключения новых. В условиях же системы, где не развиты методы составления контрактов, а также принципы их перезаключения и исполнения, обеспечить создание правильных стимулов для заемщика в период работы над проектом крайне сложно. Это также является одной из причин, по которым финансисты неохотно ссужают деньги.

## Тирания залога...

Финансист рискует потерять деньги по причине неопределенности, неблагоприятного отбора или субъективного риска, поэтому он с неохотой ссужает деньги, если финансовая система не приспособлена для решения вышеперечисленных проблем. Однако финансист может защитить себя от убытков, потребовав залог — активы, имеющие ценность, которые он сможет оставить себе в случае дефолта. Этот принцип лежит в основе деятельности ростовщиков, которая широко распространена даже в странах с самой неразвитой экономикой.

Залог снижает риск неопределенности, поскольку заимодавец может вернуть сумму займа или некоторую ее часть, даже если предприятие разорится. Он также уменьшает асимметрию информации — зачастую физические активы оценить легче, нежели понять характер заемщика. Более того, если заемщик собирается скрыться с полученным кредитом, то это дорого ему обойдется, потому что он потеряет залог. Таким образом, требование залога может вынудить мошенников отказаться от мысли обратиться за кредитом, и среди потенциальных клиентов останутся только добросовестные люди, которые полностью выплатят кредит.

Возможная потеря залога также вынуждает заемщика тщательно обдумывать свои действия, прежде чем предпринять рискованные ша-

ги. Благодаря этому двойному эффекту (мошенники не обращаются за кредитом, а у заемщиков меньше стимулов идти на ненужный риск) залог становится эффективным инструментом стимулирования кредитования. Потенциальный заимодавец видит, что риск в случае предоставления ссуды под залог ниже, а заемщику выгодно соответственно сниженная процентная ставка, которую назначает финансист<sup>4</sup>. В большинстве стран с неразвитой экономикой и даже в анклавх развитой экономики выдача ссуд под залог фактически является единственным способом получить недостающие денежные средства, не обращаясь к родственникам или друзьям.

Романтики среди нас не могут или не хотят признавать логику данной финансовой операции. Они осуждают Шейлока, который приходит забрать у Антонио фунт его плоти, но не понимают, что это залог, давший венецианскому купцу возможность получить ссуду. Далее, сделка является нелицеприятной из-за низкой, подлой натуры финансиста (кого же еще?) и его ненависти к заемщику. Логика, однако, в данном случае безупречна. Нуждающийся заемщик готов пожертвовать чем-то, имеющим ценность, ради того, чтобы получить денежные средства. Собственно говоря, если бы не ужасная суть залога в «Венецианском купце» и не изначально напряженные отношения между сторонами, заключившими договор, залог был бы идеален. Ценность для заимодавца представляют деньги, а не плоть заемщика, и он бы не стал забирать залог, если бы не отказ должника расплачиваться. Для заемщика его плоть чрезвычайно ценна, поэтому он не откажется от своих обязательств с легкостью<sup>5</sup>. Для того, чтобы объявить сделку нечестной, вероятности печального исхода, когда финансист придет требовать залог, недостаточно.

Многочисленные исследования продемонстрировали, что чем легче финансисту получить залог, тем больше объем предоставленных ссуд. Однако в разных странах степень усилий, прикладываемых финансистом, чтобы забрать залог, различна. Например, в Англии, на то, чтобы получить в собственность дом неплатежеспособного заемщика, уходит около года, при этом выплачивается приблизительно 4,75 % стоимости дома. Займы под залог недвижимости составляют 52 % внутреннего валового продукта (ВВП) Англии. В Италии, где ВВП на

душу населения примерно равен аналогичному показателю в Англии, лишение права на выкуп закладной обходится в сумму от 18 до 20 % стоимости дома, причем на это требуется от 3 до 5 лет. Займы под залог недвижимости в Италии составляют значительно меньший процент ВВП — 5,5 %<sup>6</sup>.

Американские политики еще убедительнее свидетельствуют в пользу залога. В 1973 г., пытаясь защитить домашние хозяйства от индустрии потребительского кредитования, которая «вынуждала» людей брать слишком большие кредиты, Комиссия по законам о банкротстве заявила, что менее обеспеченным семьям было бы выгодней сохранять за собой некоторое имущество после объявления о банкротстве. Комиссия потребовала, чтобы значительная доля имущества не могла бы быть отчуждена кредиторами (такое имущество называется «освобожденным от банкротства»). Таким образом, у бедных семей оставались бы средства, чтобы начать все заново.

В соответствии с этими рекомендациями, ряд штатов утвердил данные льготы, причем некоторые были слишком щедрыми. Например, в Техасе дом, вне зависимости от его стоимости, остается во владении банкрота; также за банкротом сохраняется другое имущество на сумму 30 тыс. долл. Освобождение от банкротства — это форма страховки: она не дает заемщику потерять все в случае финансовой катастрофы. Таким образом, заемщики охотнее берут в долг крупные суммы. Однако освобожденное имущество больше не может служить залогом, что снижает предложение кредитов.

Чем выше были льготы, тем выше оказывалась вероятность того, что семьи перестанут обращаться за кредитами или будут получать отказ<sup>7</sup>. Это оказало непропорционально сильное отрицательное влияние на бедные семьи. Зачастую они могли предложить в залог только дом, и законы об освобождении лишили их единственного средства получить ссуду. В штатах с высоким уровнем данных льгот доступ таких семей к кредитованию заметно сузился, к тому же процентные ставки стали выше, чем в штатах с низким уровнем льгот. Напротив, богатые семьи имели достаточно не защищенных законом активов, чтобы брать в долг. Снижение объема предоставляемых ссуд после вступления в силу законов о льготах практически не повлияло на них. Фактически

объемы долга богатых семей в штатах с высоким уровнем льгот увеличились: они стали брать больше кредитов, так как теперь большая доля их имущества была защищена от конфискации. В итоге финансовое законодательство, направленное на защиту бедных семей, нанесло им ущерб, а в выигрыше оказались состоятельные семьи. В этой книге будет приведено множество подобных примеров — возможно, больше, чем можно было бы списать на несовершенство экономического законодательства.

Таким образом, несправедливость залоговых требований состоит не в том, что в случае дефолта заимодавец конфискует залог — заемщик может не обращаться за кредитом и таким образом избежать конфискации. Проблема в том, что брать кредит могут только те, у кого есть имущество. Во многом мир в условиях неразвитой финансовой системы можно описать цитатой из Евангелия от Матфея (глава 25, стих 29): «Ибо всякому имеющему дастся и приумножится, а у неимеющего отнимется и то, что имеет».

В таком мире деньги порождаются богатством, а не плодотворными идеями.

Многие не согласны с тем, что дела бедных так уж плохи. Перуанский экономист Эрнандо де Сото в недавно вышедшей книге «Загадка капитала» замечает, что в большинстве развитых стран у бедных есть имущество, которое могло бы быть использовано в качестве залога, если бы его правовой статус был достаточно ясен<sup>8</sup>. Например, в районе трущоб Дхарави в Бомбее есть дома надежной постройки, возведенные на прекрасных участках, но они не имеют правового статуса, поскольку для постройки этих домов государство вторглось на частную территорию. Таким образом, бедные не имеют доступа к финансовым средствам, так как их имущество не может быть использовано в качестве залога. Решить проблему де Сото предлагает путем предоставления бедным легального правового статуса их земельным участкам.

Эта здравая идея, тем не менее, не является панацеей. Если бедные самовольно поселяются на чьей-то частной территории или, как часто происходит в странах третьего мира, на земле, принадлежащей государству, легализация вторжения санкционирует захват других зе-

мельных участков, что приведет к противоположным результатам, а именно к размыванию прав собственности.

С другой стороны, если бедные занимают территорию достаточно долгое время, причем имеют на это санкцию местного населения (отметим в скобках: удивительно, как легко время и обычай придают собственности статус видимой законности), подобная легализация может создать и неискаженные стимулы. Но если права собственности осуществляет местная община, тогда неясно, будет ли достаточно статуса, предоставленного «сверху» государством, для того, чтобы данная собственность могла служить залогом. Только по-настоящему храбрый банковский служащий будет пытаться изъять за неплатежи дом в трущобах Дхарави против воли местной мафии, и только еще более храбрый человек попытается заселиться в дом вместо старого жильца. Иными словами, некоторые бедные семьи теоретически могут предоставить залог, но если для него не существует ликвидного рынка (а легализация — только первый шаг на пути создания такого рынка), то возможность получить заем для бедных остается под вопросом. Более эффективным подходом к расширению доступа к финансовым средствам для бедных, особенно для тех, кто не имеет какой-либо собственности, было бы расширение финансовой инфраструктуры. Далее мы вернемся к этому тезису.

### **...и связей**

В условиях неразвитой финансовой системы финансист готов выдать денежную ссуду даже без залога, если он знает заемщика и у него есть другие средства обеспечения выплаты долга. Например, заемщика, взявшего деньги в долг у родственников, друзей или соседей, можно заставить расплатиться, пригрозив общественным ostracism (см. пример «Grameen Bank» во введении). Это, возможно, объясняет, почему семья и друзья — самый распространенный источник получения средств для того, чтобы начать собственное дело (если не принимать во внимание тот факт, что родители зачастую чрезмерно уверены в способностях своих отпрысков)<sup>9</sup>. Однако у бедных редко бывают

богатые родственники и друзья; обычно нужными связями для получения кредита обладают богатые.

Недостаток публичной, достоверной и своевременной информации о заемщиках еще сильнее сужает доступ к финансовым средствам. Если механизмы надежной передачи информации отсутствуют, важнейшим источником сведений для финансиста служат соседи или деловые партнеры. Ключевой является информация о кредитоспособности заемщика, и поэтому друзья, соседи или партнеры по бизнесу становятся наиболее вероятными кандидатами на получение кредита. В отсутствие достоверной регулярно поступающей информации финансист также будет полагаться на репутацию. Устоявшийся бизнес, существующий продолжительное время, имеет больше шансов заработать хорошую репутацию. В таких условиях денежные средства доступны лишь немногочисленной группе влиятельных лиц, а также тем, кто с ними тесно связан.

Проиллюстрируем роль связей примером. Членство в каком-либо клубе оказывает заметное влияние на кредитную политику банков в Италии, где уровень раскрытия информации все еще очень низок, а надежных механизмов ее передачи немного<sup>10</sup>. Вероятность того, что банк предоставит кредитную линию фирме, владелец которой состоит в одном клубе с сотрудником отдела кредитования данного банка, в два с половиной раза больше, чем вероятность обратного. Вероятность же того, что это основной банк фирмы, т. е. банк, предоставивший фирме наибольшую долю кредитов, превышает вероятность обратного в семь раз. Факт принадлежности предпринимателя и сотрудника банка к одному и тому же клубу не только повышает возможность получения бизнесменом кредита, но и способствует увеличению суммы займа. Размер кредитов, предоставленных одними членами клуба другим, на 20 % больше прочих кредитов, не имеющих подоплеки в виде личного знакомства.

В последнее время этот тип финансовой системы иронически называют «капитализмом закадычных друзей» и считают свойственным только восточным или латиноамериканским культурам с их сверхтерпимостью по отношению к коррупции, по крайней мере, по западным стандартам. Однако исторические исследования свидетельствуют, что



выдача ссуд родственникам или друзьям свидетельствует скорее о низком уровне развития финансовой системы, нежели о некоей свойственной национальному менталитету склонности к обману. В начале XIX в. банки Новой Англии выдавали ссуды преимущественно членам собственных советов директоров или лицам, имеющим с ними тесные личные взаимоотношения<sup>11</sup>. Смягчить эту практику смогло только разрешение прихода в банковский бизнес со стороны. Тем не менее основать банк могли только богатые или почтенные люди, поэтому денежные средства были доступны только влиятельным лицам. В то время практика «инсайдерских ссуд» была выходом в условиях примитивной информационной и договорной инфраструктуры; она перестала быть актуальной с развитием инфраструктуры.

## Повод для беспокойства?

Тот факт, что финансовые средства в итоге достаются только богатым, часто считают следствием активной дискриминации бедных. Надеемся, нам удалось убедить читателя в том, что в условиях неразвитой финансовой инфраструктуры финансирование становится непростым делом. Финансист, естественно, предпочитает ссужать деньги обеспеченным людям просто потому, что наличие у них имущества для залога или связей облегчает его работу. Любой разумный заимодавец поступил бы так же. Собственно говоря, экономисты называют такое поведение разумной дискриминацией, чтобы отличить ее от традиционной формы дискриминации, основанной на личной неприязни к конкретным группам людей.

Тем не менее является ли такая дискриминация поводом для беспокойства? Мы полагаем, да, так как в этом случае экономика не может использовать весь свой потенциал, а то, что она производит, не распределяется справедливым образом.

Очевидно, что не только богатые и имеющие нужные связи люди талантливы. От того, что не у всех талантливых людей есть возможность получить средства для воплощения своих идей, проигрывает общество. Более того, отсутствие доступа к внешнему финансиرو-

нию означает отсутствие одной из возможностей — самостоятельной занятости. В результате бедные обречены вдвойне: во-первых, они теряют свободу выбора; во-вторых, их рыночная власть ослабляется в процессе работы на обесеченных людей.

Столь же несправедливой, как будет показано, является следующая ситуация: если денежные средства контролируются небольшой группой людей, этой группе проще тайно договориться о том, как получать прибыли со всей остальной экономики. Например, если достоверная информация о заемщиках не является общедоступной, банкирам проще собраться в пресловутой прокуренной комнате и договориться о разделе рынка. Ведь в условиях недостаточной информированности «внешнему» банкиру нужно затратить много средств, чтобы выиграть в конкурентной борьбе за фирму, имеющую устойчивые контакты с другим банкиром: «внутренний» банкир знает о своих фирмах-клиентах гораздо больше, и поэтому «внешнему» остаются только те фирмы, которые «внутренний» не счел рентабельными<sup>12</sup>. В условиях ограниченной внешней конкуренции банкам проще объединяться в картели. Неудивительно, что комиссия Пуджо, созданная в 1911 г. Конгрессом США для изучения деятельности финансового сектора, обнаружила, что «...возможность конкуренции между этими банковскими домами... сводится на нет молчаливым соглашением между ними о том, что ни один из них не станет привлекать клиентов других домов, предлагая им более выгодные условия... Это именуется принципом банковской этики»<sup>13</sup>.

Комиссия Пуджо окрестила финансовый сектор «денежным трастом», по аналогии с железнодорожными, стальными и нефтяными трастами и картелями, которые в то время подвергались резкой критике.

Финансисты, вошедшие в сговор друг с другом, не видят особых причин нарушать «статус-кво». В этой связи они также, например, не желают рисковать и поддерживать нововведения. Судья Луис Брандейс, назначенный в Верховный суд США президентом Вильсоном, выдвинул жесткое обвинение против финансовой системы в книге «Чужие деньги». Он осудил нежелание банков поддерживать инновации, перечислив ряд изобретений XIX и начала XX в., которые изме-

нили мир, — от парохода до телеграфа, — ни одно из которых, по словам Брандейса, не финансировалось банками.

Подведем итог: финансовая система в условиях неразвитой инфраструктуры зачастую открыта только для узкого круга лиц, консервативна и затрудняет конкуренцию. Именно так можно охарактеризовать финансовую систему США начала XX в. Рассмотрим, какое влияние она оказала на индивидуальный выбор и экономическую свободу.

## **Вторая промышленная революция и роль финансовой системы**

Вплоть до середины XIX в. в США и во всем мире было лишь несколько компаний со штатом более ста сотрудников. Большинство этих компаний руководили их владельцы. Историк Эрик Хобсбаум сопоставил список 150 самых богатых семей в Бордо (Франция) в 1848 г. со списком 1960 г., состоящим из 450 самых богатых семей того же региона, и обнаружил, что самой большой подгруппы из списка позднего периода — наемных управляющих — в ранний период не существовало<sup>14</sup>.

Причиной появления наемных управляющих стало возникновение во второй половине XIX в. новой формы организации — крупных вертикально интегрированных компаний, которые Альфред Чандлер, историк экономики из Гарвардского университета называет «современными коммерческими предприятиями». Большинство этих компаний было основано в конце XIX или в начале XX в. и вплоть до недавнего времени играло ведущую роль в экономиках соответствующих стран. Их долговечность поразительна. 247 (т. е. почти половина) компаний, вошедших в список «Fortune 500» в 1994 г., были основаны между 1880 и 1930 гг. Это, например, «Kodak», «Johnson and Johnson», «Coca-Cola» и «Sears», основанные в 1880-е гг., а также «General Electric», «PepsiCo» и «Goodyear», основанные в 1890-е гг.<sup>15</sup> В Германии долговечность компаний еще выше. Из 30 крупнейших немецких компаний, ранжированных по уровню продаж в 1994 г., 19 были основаны между 1860 и 1930 гг., а 4 — еще раньше. Среди

данных 19 компаний фигурируют такие известные названия, как «Daimler Benz», «BMW», «Hoechst», «Bayer» и «BASF»<sup>16</sup>.

Почему появились эти гиганты? Чандлер утверждает, что развитие транспортных средств (в особенности, появление железных дорог) и средств связи (телеграфа) обусловило расширение товарных рынков. Большие объемы продукции позволили производителям быстро окупать издержки производства и инвестиции в основной капитал. В результате стали появляться крупные капиталоемкие производства, использующие технологии, которые позволяли иметь более низкие средние издержки, чем на более мелких предприятиях. Например, до внедрения бессемеровского процесса, посредством которого из расплавленного чугуна изготавливают сталь, в США были сотни доменных печей. Продукция каждой из них не превышала 1—2 % общего объема продукции США. Однако с распространением бессемеровского процесса производители были вынуждены увеличить объемы производства. В результате к 1880 г. вся бессемеровская сталь производилась на 13 заводах<sup>17</sup>.

Масштаб трансформации можно оценить, исходя из того факта, что с 1869 по 1899 г. вложения на одного работника в неизменных долларах возросли почти в три раза. Для оценки повышения производительности за счет технологических усовершенствований экономисты используют понятие роста *общей производительности факторов производства*. Это компонент роста стоимости товаров и услуг, остающийся после учета повышения количества используемого труда и капитала. В США годовой рост общей производительности факторов производства в XIX в. преимущественно устойчиво держался на отметке 0,3 %, а в период с 1889 по 1919 г. повысился до 1,7 %. Такое беспрецедентное повышение темпов промышленного роста дало экономистам повод называть этот период второй промышленной революцией<sup>18</sup>.

Согласно Чандлеру, вышеупомянутые компании имели три отличительные особенности<sup>19</sup>. Во-первых, конечно, огромные инвестиции в производственное оборудование, позволяющие экономить, используя эффект масштаба производства. Но экономия от масштаба также дала старым игрокам «преимущество первого хода»: когда они установили высокие объемы производства и сумели снизить издержки, другим

компаниям не имело смысла выходить на данный рынок. Первоначальные игроки успели научиться работать еще в отсутствии конкуренции и, таким образом, были лучше подготовлены к ее началу. Старые игроки понимали, что альтернативой вытеснению с рынка новых игроков будет вытеснение их самих, что являлось для них стимулом ведения жесткой конкурентной борьбы с целью защиты своих вложений. Более того, когда их предприятия становились рентабельными, это давало им возможность вести ценовые войны. Напротив, новые игроки были вынуждены не только осуществлять крупные начальные вложения, но и нести серьезные убытки, связанные с обучением ведению бизнеса, прежде чем выйти на позицию, на которой они могли бы эффективно участвовать в конкурентной борьбе. Немногие потенциальные игроки имели необходимые денежные средства или поддержку финансистов. В результате капиталоемкие отрасли приобрели олигополистический характер: на рынке доминировало небольшое число компаний, а количество новых игроков было минимальным. Неудивительно, что доминировавшие на рынке компании оказались столь долговечными!

Классическим примером подобной компании являлся траст «Standard Oil» Джона Д. Рокфеллера, сформированный в 1882 г. на основе более свободного объединения ведущих компаний по производству и очистке керосина. Первичной целью организации траста было не установление монополии (хотя позже траст занял эту позицию) — объединение уже контролировало более 90 % нефтеперегонных заводов и трубопроводов в США<sup>20</sup>. Создание траста было средством централизации управления через объединение собственности, чтобы появилась возможность использовать эффект экономии от масштаба. Одни заводы были закрыты, другие подверглись реорганизации, были также открыты новые предприятия — с целью концентрации переработки нефти только на нескольких крупнейших заводах. В 1880 г. суточная производительность среднего нефтеперегонного завода составляла от 1 500 до 2 000 баррелей керосина, в то время как производительность заводов Рокфеллера составляла 5 000—6 500 баррелей керосина<sup>21</sup>. А в 1886 г. траст решил построить завод в г. Лайма, штат Огайо, с производственными мощностями, рассчитанными на 36 000 бар-

релей в сутки<sup>22</sup>! Поэтому в 1885 г. себестоимость керосина на заводах «Standard Oil» составляла всего 0,45 цента за галлон, тогда как для завода средних размеров эта величина равнялась 1,5 цента за галлон<sup>23</sup>.

Второй особенностью этих компаний-колоссов, согласно Чандлеру, являлось то, что они осуществляли вертикальную интеграцию производственной цепочки. Они организовывали общенациональные (или даже международные) сбытовые сети, посредством которых можно было реализовывать продукцию на крупных новых рынках. Причина того, почему компаниям пришлось создать собственные сети, вместо того чтобы предоставить розничное распространение своей продукции другим фирмам, проста: размеры компаний были слишком велики, а продукция — слишком специализирована, чтобы независимый дистрибьютор мог заниматься ее распространением. Если независимый дистрибьютор реорганизовывал свою систему продаж таким образом, чтобы хорошо распространять продукцию крупного производителя, то через некоторое время он оказывался чрезмерно зависим от производителя и неизбежно сталкивался с размыванием прибылей, так как производитель пользовался ситуацией в своих интересах. Если же специализации системы продаж не проводилось, чтобы сохранять возможность распространять продукцию любого производителя, ни один производитель не был вполне доволен качеством обслуживания. Поскольку для сохранения издержек производства на низком уровне компании важно сохранять свою долю на рынке, крупные производители не стали полагаться на не очевидные им мотивы независимых продавцов и дистрибьюторов и создали свои сети продаж. По сходным причинам они также осуществляли интеграцию сырьевых предприятий для обеспечения бесперебойного снабжения.

Эти типичные для подобных компаний преобразования проводились и в «Standard Oil». Компании принадлежали трубопроводы и железнодорожные вагоны. Значительный объем железнодорожных перевозок компании обеспечивал ей практически неограниченную власть в секторе железнодорожного транспорта — она не только диктовала низкие расценки на перевозки вообще, но и устанавливала расценки для более мелких независимых конкурентов. Например, в 1885 г. со-

трудник «Standard Oil» заключил с железнодорожной компанией договор, согласно которому за баррель перевозимой нефти со «Standard Oil» взымалось 10 центов, а с опасного конкурента компании — 35 центов за баррель. Сверх того, «Standard Oil» должна была получать неустойку в размере 25 центов за каждый перевозимый баррель нефти конкурента! Если железная дорога не соблюдала этот договор, «Standard Oil» угрожала постройкой трубопровода на этом направлении, чтобы вытеснить железную дорогу из этого сектора<sup>24</sup>. Очевидно, что даже если бы у «Standard Oil» не было собственной системы сбыта, влияние траста с успехом бы ее заменило.

В результате инвестиций вышеназванных двух типов — в расширение масштабов производства и интеграцию — доминирующая позиция в каждой отрасли была заята несколькими вертикально интегрированными гигантами; на рынках полупродуктов действовало некоторое количество независимых поставщиков. Интересен тот факт, что, когда на рынках полупродуктов установилась модель ограниченной конкуренции, эта модель стала, очевидно, самоукрепляющейся. Вертикально интегрированная компания производит специфическую продукцию и имеет собственные стандарты. Поставщик полупродуктов будет вынужден производить крайне специализированную продукцию только для одного покупателя — вряд ли эта перспектива заинтересует потенциальных поставщиков! Неудивительно, что в условиях меньших возможностей для игроков, производящих специализированную продукцию, в США в последней четверти XIX в. период формирования крупных интегрированных корпораций совпал с началом продолжавшегося целое столетие периода снижения доли лиц, работающих на себя, во всей численности несельскохозяйственных работников. Только в 1970-х гг. продолжительный спад перешел в рост — не только в США, но и в других развитых странах<sup>25</sup>.

Третьей особенностью крупных компаний, занимавших доминирующее положение в промышленности в конце XIX в., было формирование иерархии профессиональных управляющих, что явилось естественным следствием первых двух особенностей. Ранее, когда компании были маленькими, а инвестиции в основной капитал — мизерными, для управления компанией хватало владельца и его родственников, друзей

и знакомых. Таков был естественный порядок, даже при наличии других людей, которые могли бы лучше управлять фирмой. Зачем доверять управление компанией ненадежному чужаку, рискуя тем, что он может присвоить саму компанию или ее доходы? Кроме того, трудно было помешать чужаку изучить секреты компании и использовать свои сбережения для того, чтобы открыть свое, конкурирующее дело. В конце концов, размеры требуемых инвестиций в основной капитал были незначительными. А если чужак был более способным, нежели владельцы фирмы, он мог стать действительно серьезным конкурентом. Зачем искушать судьбу ради нескольких долларов?

В отличие от владельцев мелких фирм времен первой промышленной революции, которые предпочитали не полагаться на профессиональных менеджеров (о чем свидетельствует полное отсутствие данного класса в описании Бордо 1848 г., сделанном Хобсбаумом), владельцы крупных компаний времен второй промышленной революции не имели такой возможности. Этими колоссами просто невозможно было управлять силами одной семьи. Для координации и контроля их широкомасштабной деятельности требовались профессиональные управляющие. Что не давало этим менеджерам учредить собственные конкурирующие предприятия? Что заставляло их сохранять верность своим хозяевам, год за годом обеспечивая им надежный доход, вместо того чтобы набивать собственные карманы<sup>26</sup>?

Высокая степень контроля над управляющими со стороны владельцев компаний во времена второй промышленной революции была обусловлена именно тем, что компании были капиталоемкими, а финансовая система — неразвитой. Менеджеры, даже очень высокопоставленные, не могли представить себе жизнь вне компании. Они не могли стать поставщиками полупродуктов (например, производителями тормозных накладок для линии сборки автомобилей), поскольку рынок полупродуктов был узким. Новый игрок мог рассчитывать на получение устойчивой прибыли в течение долгого времени только после проведения вертикальной интеграции. Но такое предприятие требовало крупномасштабного финансирования и даже тогда имело неясные перспективы — крайне невыгодная война со старыми игроками была неизбежной. Финансисты не принимали безрассудных решений, даже если по-



тенциальный новый игрок мог предоставить залог или имел нужные связи для того, чтобы начать дело! Поэтому вертикальная интеграция компаний и их преимущество первого хода защищало их от конкурентов — не только от внешних, но и от собственных управляющих.

Современное коммерческое предприятие требовало от менеджеров крайне специфических умений и навыков, связанных с конкретной продукцией<sup>27</sup>. Учитывая, что рынок полуфабрикатов был невелик, не было нужды приводить производственные процессы к общему стандарту отрасли на каждой стадии. Каждая компания использовала собственные уникальные производственные процессы. В гораздо меньшей степени, чем сейчас, изучались методы конкурентов; гораздо реже устанавливались общеотраслевые «лучшие практики». В сочетании с ограниченной конкуренцией это привело к тому, что рабочие места в разных интегрированных компаниях были не вполне сопоставимыми. И даже если менеджер видел сопоставимую должность в конкурирующей фирме, ему было сложно сменить место работы, поскольку игроки той или иной отрасли заключали между собой «джентльменские соглашения» о том, что не будут переманивать работников друг у друга. Поскольку навыки и умения управляющего были слишком специфичны, он вряд ли мог надеяться на аналогичную должность вне отрасли. Работа управляющего была работой на всю жизнь. Если владелец компании оказывался деспотичным или скупым, управляющий фактически никак не мог исправить ситуацию.

Поскольку производственные методы были узкоспециализированными, нанять квалифицированных менеджеров со стороны также было непросто. Но, раздувая штат, компания могла создать внутреннюю конкуренцию между управляющими, которая сдерживала бы рост заработных плат<sup>28</sup>. При фактическом отсутствии внешних возможностей и определенном уровне конкуренции внутри компании у менеджера не было другого выбора, кроме сохранения лояльности по отношению к работодателю.

Однако страх не может быть единственным источником мотивации работника. При высочайшей степени концентрации власти в руках владельцев современных коммерческих предприятий они должны были каким-либо образом поощрять менеджеров, которые хорошо справ-

лялись со своей работой. Большей частью компании добивались этого, возможно, незаметно для самих себя, создавая жесткую служебную иерархию, в рамках которой связь владельца с менеджерами низшего звена осуществлялась только через менеджеров среднего звена. Эта организационная пирамида была, без сомнения, необходима — учитывая естественные ограничения возможностей менеджера по осуществлению контроля, — для координации функционирования таких громадных организаций. Но среднее звено иерархии также приобретало определенную власть, поскольку играло роль каналов, по которым осуществлялась коммуникация и контроль владельца над рядовыми сотрудниками. Иными словами, посредством построения жесткой иерархии владелец компании передавал некоторую власть среднему звену, а именно контроль над сотрудниками низшего звена. Сотрудники, полностью посвящавшие себя компании, получали награду в виде перехода на более высокие уровни служебной лестницы, что означало более высокую заработную плату (и менее раздутый штат)<sup>29</sup>. Неудивительно, что в этих компаниях сформировалась сильная корпоративная культура и устойчивый стереотип функционера.

В самом низу этой организационной пирамиды были простые наемные работники. Если они не имели специализации и квалификации, им платили низкую заработную плату. Но поскольку эти рабочие не были никоим образом привязаны к конкретной компании, она не имела над ними большой власти. Если их не устраивали условия, они гарантировано могли найти аналогичную работу в любой другой компании. В самом невыгодном положении находились квалифицированные работники, которые, имея специализацию в соответствии с производственной технологией компании, не могли уйти, не потеряв значительную часть своего человеческого капитала. Фирма обладала властью над такими рабочими в той же степени, что и над менеджерами. Но, в отличие от управляющих, квалифицированные рабочие не занимали ключевых постов в служебной иерархии, т. е. их должности не обеспечивали им компенсации в виде власти над другими сотрудниками компании. Зарплаты квалифицированных рабочих и, в меньшей степени, управленческого аппарата крупных компаний повышались самыми низкими темпами, в отличие от зарплат неквалифицированных рабочих.

Что интересно, в 1890—1950 гг., в период формирования крупных промышленных предприятий, описанных Чандлером, заработки «белых воротничков», имеющих образование, чрезвычайно резко сократились по сравнению с заработками «синих воротничков»<sup>30</sup>. Соотношение зарплат конторских служащих и промышленных рабочих спизилось за период с 1890 до 1950 г. примерно с 1,7 до 1,1. Поскольку люди с образованием обычно являются относительно более квалифицированными, эти цифры не противоречат картине консолидации промышленности в крупные монолитные организации, которые фактически закрепощают квалифицированных работников и снижают разницу в оплате труда квалифицированных и неквалифицированных рабочих. Конечно, это снижение отчасти объясняется и другими факторами — в конечном счете, относительные цены на квалифицированный труд обусловлены спросом и предложением, как и в случае с прочими экономическими ресурсами. Наш тезис заключается в том, что влияние организационных изменений на данный процесс было весьма значительным.

Все вышеперечисленное не означает, что квалифицированные рабочие были абсолютно бесправными. Как уже было показано, в среднем зарплаты в условиях демократии выше, возможно, потому, что при демократической власти рабочие могут объединяться в организации, в частности профсоюзы, или поддерживать рабочие партии, которые стараются защитить их права за пределами экономического процесса<sup>31</sup>. Возможно, не случайно вслед за формированием современных коммерческих предприятий возникли сильные рабочие движения. Но политическое вмешательство в экономические материи — не панацея (этот вопрос мы рассмотрим ниже). Более того, права рабочих, обеспеченные посредством политического вмешательства, по сути носят общий характер, не будучи приспособленными под конкретные ситуации. Они зачастую изобилуют пробелами, так что умные собственники могут легко их обойти, или являются слишком негибкими, что снижает жизнеспособность компаний, деятельность которых регулируется данными правилами. Следует найти более эффективный способ для установления баланса сил. К этому вопросу мы и обратимся в следующей главе.

## Резюме

Финансистов обвиняют в паразитизме, но их значительная власть внушает страх. В этой главе мы попытались объяснить, что между этими представлениями о финансистах нет противоречия. Доступ к финансовым средствам жизненно важен в условиях современной экономики. Когда степень развития финансовой системы невысока, небольшая группа финансистов может контролировать сколь угодно ограниченный доступ к кредитованию. По иронии судьбы, чем меньше финансисты делают для расширения этого доступа, тем сильнее их личная власть. Таким образом, по сути их деятельность заключается в охране священных ворот: они открывают доступ к денежным средствам только богатым и имеющим нужные связи людям. Финансисты могущественны, но их власть — это власть отрицания, а не созидания; они «сдерживают и разрушают подлинную экономическую свободу». Многие из зол капитализма — тирания капитала над трудом, чрезмерная концентрация промышленности, неравномерное распределение доходов в пользу владельцев капитала, узкий круг возможностей для бедных — могут быть в некоторой, если не в значительной, степени отнесены на счет неразвитости финансовой системы.

При этом конкретные финансисты, действующие в рамках такой системы, вовсе не являются злодеями: они всего лишь делают то, что естественно вытекает из ограничений, которые накладывает система. Даже отвратительный Шейлок в своей погоне за залогом всего лишь приводит контракт к его естественному завершению. Если бы суды препятствовали его деятельности, кредитование стало бы еще более редким явлением.

В условиях же правильной инфраструктуры финансисты могут преодолеть тиранию залога и связей и сделать кредитование доступным даже для бедных. Они перестанут быть хранителями статус-кво, и их власть обратится во благо. В следующей главе мы подробно объясним, как это возможно осуществить.

## ГЛАВА 2

# Обновленный Шейлок

Социалисты, в частности Маркс и Энгельс, предлагали следующий способ ослабления власти собственников капитала: государство становится единственным источником власти, отчуждая в свою пользу всю частную собственность, используемую в качестве средств производства. Но это решение только усугубляет ситуацию. В социалистическом государстве власть, связанная с правом собственности, переходит к государству. Теоретически государство может действовать в интересах наемных работников, но на практике оно соблюдает интересы властных кругов. А власть государственного чиновника над наемными работниками в условиях социалистического государства гораздо больше, чем власть самого алчного предпринимателя в условиях капиталистической экономики, потому что социалистическое государство также определяет уровень конкуренции.

Конкуренция, как известно всем владельцам компаний, весьма неудобна, поскольку сдерживает наиболее откровенные проявления их алчности, поэтому радикальное социалистическое государство обычно устраняет и экономическую, и политическую конкуренцию. В результате, в отличие от владельцев компаний в условиях капиталистической экономики, которые не могут произвольно устанавливать размеры заработной платы, отчасти потому, что они должны выдерживать конкуренцию с другими владельцами за работников, отчасти потому, что их ограничивает политический процесс, государство в условиях социалистической экономики само решает, сколько оно хочет платить. Теоретически оно могло бы устанавливать наиболее эффективный уровень

зарплат (и цен), но на практике оно устанавливает их таким образом, чтобы соблюсти интересы привилегированных групп. Более того, отсутствие сдерживающих механизмов подразумевает, что состав привилегированных групп (не входящих непосредственно в государственный аппарат) может со временем произвольно измениться в зависимости от прихотей государства. Ни у кого не будет стимулов осуществлять долгосрочные инвестиции — в приобретение специализированных навыков или создание основных фондов, — не имея четких представлений о правилах игры. Таким образом, социальный «пирог» резко уменьшается, и все большая его доля достается правящей клике, поскольку она распределяет эти доли своей деспотической властью. В итоге социалистической экономике не удастся не только увеличить социальный «пирог», но и справедливо перераспределить уменьшившиеся объемы средств.

Социалисты давали неверный ответ на правильно поставленный вопрос. Верный ответ — нужно не сосредоточивать экономическую власть еще сильнее, а рассредоточивать ее шире, одним из способов чего является расширение доступа к финансовым средствам. В этой главе мы рассмотрим, как с помощью развитой финансовой системы можно преодолеть указанные нами противоречия и расширить доступ к денежным средствам.

## **Снижение премии за риск**

Одним из препятствий к расширению доступности финансовых средств является степень концентрации риска в условиях неразвитой системы. Развитая система широко распределяет риск, передавая его тем, кто может взять его на себя. Ниже мы опишем несколько общепотребительных способов распределения риска и снижения премии за риск — вознаграждения, которого требуют инвесторы за расставание со своими деньгами.

В 1950-е гг. исследование Гарри Марковица и Джеймса Тобина, удостоенное Нобелевской премии, продемонстрировало, что риск, на который идет инвестор, должен рассматриваться не отдельно, а в кон-

тексте всего портфеля инвестиций, осуществляемых физическим или юридическим лицом. Цена золота, например, подвержена сильным колебаниям. Таким образом, само по себе золото — это очень рискованное вложение. Однако, будучи добавленным к портфелю акций, оно может снизить общую волатильность стоимости портфеля, так как цены на золото во время экономических спадов имеют тенденцию расти, в то время как цены на акции обычно снижаются (формально корреляция цен на золото и цен на акции *отрицательна*). Инвестор, вложения которого имеют высокую степень диверсификации, может позволить себе осуществить рискованное вложение; если же это была бы его единственная инвестиция, ситуация была бы обратной.

Портфельные инвестиции и диверсификация стали возможными благодаря одному из наиболее хитроумных экономических институтов, созданных человечеством, — акционерной компании с ограниченной ответственностью. До принятия в середине XIX в. законодательства, разрешающего создание свободных объединений с ограниченной ответственностью, владельцы все вместе и по отдельности несли полную ответственность за долги компании (кроме тех редких случаев, когда владельцы получали специальное разрешение правительства на ограничение своей ответственности). Это означало, что если партнеры владельца были нищими, то выплаты кредиторам производились из средств владельца. Более того, владелец должен был хорошо узнать своих управляющих, прежде чем осуществлять инвестиции, поскольку, доверившись недобросовестному управляющему, он мог понести сколь угодно крупные потери. Таким образом, инвестор мог владеть акциями лишь нескольких компаний, в противном случае он не имел возможности уделять каждой компании должного внимания.

Понятие «ограниченная ответственность» сопоставляет ответственность индивидуального инвестора с размером его инвестиций. Это дает ему возможность диверсифицировать риск посредством осуществления большего числа вложений, поскольку его подверженность риску относительно каждого отдельного вложения ограничена. Если степень диверсификации его вложений высока, он зависит от средних колебаний общества, степень которых легко определить, а не от действий менеджера конкретной компании. Таким образом, институт ограниченной

ответственности привлекает пассивных инвесторов, увеличивающих объем капитала, который подвержен риску, а также дает возможность инвесторам диверсифицировать свои вложения, снижая риск, который берет на себя один инвестор. Чем больше объем капитала, который может быть подвергнут риску, и чем меньше отвращение к риску, тем более крупные и рискованные проекты будут финансироваться и тем шире будет доступ к финансовым средствам.

Диверсификация не может сделать риск портфеля акций нулевым (например, в условиях экономического спада в такой крупной стране, как США, цены на все акции снижаются, поэтому отрицательное влияние рисков экономики США трудно снять полностью путем диверсификации, вне зависимости от месторасположения инвестора), но она может значительно его уменьшить. Чем шире спектр инвесторов, готовых пойти на риск, тем легче пойти на него каждому индивидуальному инвестору. Например, зависимость жителей Вьетнама от состояния экономики их страны чрезвычайно высока — оно влияет и на стоимость их финансовых активов и недвижимости, и на наличие рабочих мест. Напротив, американские вкладчики в массе своей не подвергаются риску со стороны вьетнамской экономики. Вьетнамские акции, держателями которых они являются, составляют лишь небольшую долю их общего портфеля инвестиций. Для вьетнамского вкладчика, чей доступ к международным финансовым рынкам ограничен, спад в местной экономике — это серьезный удар, для американского — мелкая неприятность. Таким образом, если вьетнамское государство разрешит американским инвесторам приобретать акции, риски экономики будут возложены на широкие плечи американских инвесторов, при этом также снизится премия, которую будут требовать вкладчики с вьетнамских компаний. Это снизит издержки компаний на заимствования и даст им возможность осуществлять больший объем инвестиций.

Существуют подтверждения тому, что издержки компаний на собственное капитальное финансирование снижаются, а объемы корпоративного инвестирования возрастают, когда страна открывает свои рынки для иностранных инвесторов<sup>1</sup>. Отчасти это, как представляется, происходит потому, что внешние инвесторы лучше переносят внут-



ренный риск: акции, подверженные рискам, хуже всего диверсифицируемым для местных инвесторов, быстрее всего поднимаются в цене, когда страна открывает свой фондовый рынок для иностранных инвесторов. Чем большие объемы средств разрешено иностранным инвесторам вкладывать в такие акции (даже в странах с открытым рынком имеются правила, согласно которым иностранный инвестор не имеет права вкладывать средства в некоторые компании или являться держателем пакета акций какой-либо компании, превышающего определенную долю ее акций, выпущенных в обращение), тем выше темп роста цен на эти акции. Поскольку повышение стоимости акций отражает падение требуемой доходности, очевидно, что открытые финансовые рынки могут снизить уровень требований к коммерческим предприятиям, распределяя риск должным образом. В результате потенциально прибыльные, но рискованные проекты получают финансирование.

Это то, что не приняла во внимание Джуди Мак-Кой из «Костров амбиций»: только в 2000 г. основными производителями лекарств в США на разработку препаратов от смертельных болезней было потрачено 26 млрд долл. — во многом благодаря тому, что финансовые рынки поддерживают низкую стоимость привлечения капитала. Финансисты действительно помогают строить больницы и дороги и даже разрабатывать лекарства, но не заметным большинству людей способом.

Акции — это достаточно грубые инструменты для распределения риска; производные ценные бумаги позволяют распределить риск более точно и еще более облегчают финансирование рискованных предприятий<sup>2</sup>. С 1970-х гг. основные достижения экономики финансов значительно расширили возможности применения производных ценных бумаг. Решающий прорыв был совершен в начале 1970-х гг.: три преподавателя Массачусетского технологического института разработали формулу оценки стоимости опционов, названную в их же честь: модель Блэка—Мертон—Скоулза. Формула помогала установить точную цену для этих сложных инструментов. Что не менее важно, теоретические исследования также показали, как банки могут продавать эти инструменты своим клиентам, а потом компенсировать риск, проведя серию продаж на более ликвидных рынках.

Рассмотрим пример того, насколько производные ценные бумаги могут способствовать расширению круга вкладчиков за счет тех, кто обычно не осуществляет инвестиций. В 1993 г. французское правительство решило приватизировать химическую компанию «Rhone-Poulenc»<sup>3</sup>. Одной из декларируемых целей правительства было расширение права собственности наемных работников, отчасти для того, чтобы сделать приватизацию более привлекательной политически. Однако во Франции акционерная собственность не пользовалась популярностью. Наемные работники неохотно приобретали акции собственной компании даже с солидной скидкой, так как боялись потерять вложенные деньги. Компания не желала предоставлять гарантий обязательной выплаты минимальной стоимости акций своим сотрудникам; не предоставляло их и Казначейство Франции, возможно, опасаясь отрицательной политической реакции в случае значительного снижения цен на акции.

Один из американских банков, «Bankers Trust», предложил следующую сделку, удовлетворяющую требованиям всех сторон: если сотрудники компании покупают акции, им гарантируется выплата минимальных дивидендов в размере 25 % в течение 4,5 лет, а также выплата двух третей от повысившейся относительно первоначального уровня цены на акции. «Bankers Trust» согласился принять на себя обязательства за риск снижения стоимости акций, в таком случае акции не обеспечат выплаты вкладчикам минимальных дивидендов в размере 25 %, и банк будет вынужден компенсировать разницу. В обмен на предоставление гарантий по выплатам «Bankers Trust» получал одну треть от уровня повысившихся цен на акции, от которой готовы были бы отказаться вкладчики.

Сам банк ни в коей мере не рисковал. Используя метод под названием «динамическое хеджирование», он продавал ликвидные акции и облигации «Rhone-Poulenc» на финансовых рынках, чтобы преобразовать одну треть от повысившейся цены на акции в средства для выплат сотрудникам компании и небольшую долю прибыли для себя. Банк смог выполнить соглашение с сотрудниками компании и в то же время полностью защитить себя от убытков. В процессе одновременно он давал правительству возможность достичь своих политических це-

лей, а сотрудникам «Rhone-Poulenc» — получить гарантию в удовлетворяющем их размере.

В общем, финансовые компании — коммерческие и инвестиционные банки — снижают риск, связанный с их финансовой деятельностью, до приемлемого уровня с помощью производных ценных бумаг и динамического хеджирования. Это позволяет им получать деньги с вкладчиков и финансировать компании, представляющие рискованные, но стоящие проекты, таким образом расширяя доступ к денежным средствам и повышая возможность разбогатеть.

Управление рисками — прибыльное, но непростое занятие. В настоящее время в финансовом секторе внедряется масса новых идей, направленных на повышение эффективности распределения риска и расширение доступа к денежным средствам. Допустим, например, что некий банк предоставляет денежные средства семье, проживающей в Калифорнии в сейсмоопасной зоне. Банкир получает в залог дом, но беспокоится о том, что его может разрушить землетрясение. Поэтому он требует, чтобы владелец дома застраховал его от землетрясения. Землетрясение может инициировать множество исков, что в итоге вынуждает компанию отказаться от своих обязательств по страховым выплатам. Естественно, это беспокоит держателей страховых полисов. В конце концов, кто захочет покупать страховку, если компания откажется производить по ней выплаты по предъявлении иска?

Такие крупномасштабные риски именуются в страховой сфере «катастрофическими рисками». Они могут быть весьма значительными. Ураган «Эндрю» в 1992 г. нанес американскому сектору страхования ущерб на сумму около 20 млрд долл., а землетрясение в Нортридже в 1994 г. — около 13 млрд долл.<sup>4</sup> По некоторым оценкам, землетрясение в Нью-Мадридской зоне сейсмической активности, проходящей через штаты Среднего Запада, может причинить ущерб на сумму более 100 млрд долл. Такие потери могут привести к банкротству многих страховых компаний. Страхование от катастрофических рисков позволяет компаниям избежать краха и в то же время придает уверенности клиентам и открывает им доступ к местному финансированию.

Как страховая компания может обезопасить себя? Одним из способов снять угрозу катастрофического риска является покупка страхо-

вок у вторичных страховщиков, удаленных друг от друга в пространстве. Поскольку в мировом масштабе катастрофы редко происходят одновременно, убытки, которые причинит вторичному страховщику землетрясение в Калифорнии, весьма малы по сравнению с объемами страховых взносов, получаемых им со всего мира. Итак, физическое лицо покупает полис в страховой компании, которая, в свою очередь, покупает страховку у вторичного страховщика, и т. д. В конечном счете, риск потерь от землетрясения в Калифорнии ложится на плечи вкладчиков, инвестировавших в компанию вторичного страхования, находящуюся в конце цепочки. Однако, поскольку этот риск был распределен крайне широко, ни один индивидуальный инвестор не должен испытывать чрезмерного беспокойства по этому поводу.

Цены на вторичное страхование могут подняться очень высоко, если эту сферу монополизируют несколько компаний. К счастью, существует альтернатива: прямое разделение риска с индивидуальными инвесторами. Недавно страховые компании начали проводить эмиссии облигаций катастрофических рисков. Прибыль от таких эмиссий вкладывается в надежные ценные бумаги, например в государственные облигации. Если происходит катастрофа (например, землетрясение в Калифорнии), государственные облигации становятся собственностью страховых компаний, которая использует их для выплат по искам держателей страховых полисов. Держатели облигаций катастрофических рисков не получают ничего. Однако, если катастрофы не происходит, держателям этих облигаций выплачивается не только процент по государственным облигациям (и основная сумма по достижении срока платежа), но и дополнительная премия в качестве компенсации за взятый на себя риск. От использования данного нового инструмента выигрывают все. Владелец дома приобретает страховку, необходимую для получения займа, страховая компания получает средства, которые ей пригодятся в случае катастрофы, а держатели облигаций получают выплаты по более высокой ставке процента в прочее время. Если держатель облигаций живет не в Калифорнии и держит в облигациях лишь небольшую долю своего состояния, ему нет нужды слишком сильно беспокоиться о потере суммы, равной всей стоимости облигаций, в случае небольшой вероятности крупного землетрясения в Калифорнии.

Несмотря на кажущуюся простоту, осуществить эмиссию таких ценных бумаг, как облигации катастрофических рисков, нелегко. Прежде чем рядовые вкладчики станут их покупать, нужно уладить множество вопросов. Например, как определить, что произошла именно катастрофа? Это необходимо определить совершенно точно, поскольку от этого зависят крупные выплаты. При оценке степени бедствия можно основываться на объеме причиненного ущерба, но как его оценивать? Кто будет производить подобную оценку? Даже если доверить сбор информации об ущербе и ее компоновку незаинтересованной стороне, на получение точной оценки могут потребоваться недели или даже месяцы. Деньги для выплат клиентам потребуются страховой компании гораздо раньше. Определение можно основывать на общем объеме ущерба на конкретный квадратный километр. Но на этом квадратном километре может не произойти серьезных разрушений... Любая двусмысленность в определении того, как должны работать ценные бумаги, — это дополнительный источник риска, за который вкладчик потребует дополнительную компенсацию. Таким образом, прежде чем проводить эмиссию данного финансового инструмента, необходимо четко ответить на вышеперечисленные вопросы, чтобы вкладчик мог определить стоимость ценных бумаг, обладая всей полнотой информации о своих обязательствах. Банкиры инвестиционных банков и юристы, определяющие правовое поле для обращения этих инструментов, недаром едят свой хлеб!

Другим интересным примером того, как финансовые инновации могут расширить доступ к денежным средствам, может служить полис страхования жизни (*viatical settlement*) — недавно введенный тип ценных бумаг. Название *viatical* происходит от латинского *viaticum*, обозначающего «деньги на дорогу». Функция этих инструментов заключается в следующем: у больных СПИДом часто не хватает денег на оплату лечения. Даже если они застраховали свою жизнь прежде, чем оказались инфицированными, они не могут получить деньги по страховке сами. Принцип данного инструмента состоит в том, чтобы дать возможность больным продать свой страховой полис — зачастую их единственную ценность, — чтобы повысить уровень своей жизни перед смертью.

По сути, это право на получение выплаты по страховому полису на жизнь, премия по которому будет выплачена после смерти больного СПИДом. Данная концепция может показаться слишком мрачной, а финансисты — торговцами смертью, но она удовлетворяет реально существующую потребность: преобразуя полис страхования жизни в *ценную бумагу*, финансовый рынок превращает неликвидный актив в деньги, которые больной может использовать в последние дни жизни. И в этом случае финансовые нововведения расширяют доступ к финансовым средствам.

Конечно, степень риска для того, кто покупает полис, весьма велика. Время смерти пациента нельзя определить точно, а болезнь появилась недавно, и поэтому достоверной статистики еще не накоплено. К тому же, достижения медицины могут продлить жизнь пациента, что принесет убытки держателям этих ценных бумаг. В условиях данных рисков для инвесторов наилучшей практикой было бы объединять несколько страховых полисов в один пакет, а ценные бумаги — продавать на пике их стоимости. В таком случае риск вложения распределяется более широко, следовательно, его легче взять на себя; к тому же, эти ценные бумаги становятся более привлекательными. Вкладчики не должны следить, когда умрет тот или иной больной, — с этим связана масса проблем морального характера.

Этот пример особенно хорошо позволяет проиллюстрировать, как легко финансовой системе попасть под огонь критики. С одной стороны, этот вид ценных бумаг можно представить как еще одну попытку бессердечных финансистов сделать деньги на больных людях. С другой стороны, они выполняют весьма полезную, даже похвальную, с моральной точки зрения, функцию: обеспечить умирающих от СПИДа людей (а в последнее время и больных другими смертельными болезнями) денежными средствами, которые помогли бы облегчить их боль и страдания в последние дни жизни. Что интересно, само наличие вкладчиков, рассчитывающих на прибыль (они же «алчные спекулянты»), которые готовы не обращать внимания на скрытый смысл покупаемых ими акций, делает возможным существование этого рынка. Больные СПИДом получают материальную поддержку благодаря принципу *«Pecunia non olet»* («Деньги не пахнут»). Это очевидное

противоречие не удивляет экономистов. Как написал Адам Смит, отец современной экономической науки, свежей булкой каждый день мы обязаны не доброжелательности булочника, а его желанию заработать.

## **Снижение числа проблем, связанных с несовершенной информацией**

Помимо неопределенности и риска, мы описали два других препятствия, стоящих на пути расширения доступа к финансовым средствам: ограниченность информации о заемщиках и их перспективах, которой располагают финансисты, и возможность того, что действия заемщиков не будут совпадать с интересами финансиста. В процессе развития финансовой инфраструктуры финансисты получают возможность преодолеть оба препятствия. Сначала рассмотрим проблему недостатка информации.

В прошлом в небольших изолированных сообществах местный банкир судил о кредитоспособности заемщиков, основываясь на слухах. В настоящее время данные о кредитных историях заемщиков хранятся в огромных корпорациях. Например, компания «Dun and Bradstreet» собирает информацию о фирме, основываясь на миллионах личных и телефонных контактов с владельцами компаний и менеджерами, а также на данных государственных учреждений и на сведениях, полученных от торговых и банковских партнеров фирмы и из средств массовой информации. В течение последних трех десятилетий количество фирм, на которых у «Dun and Bradstreet» имеются досье, растет с темпами 6,3 % в год, что в 2,5 раза превышает реальные темпы роста экономики<sup>5</sup>!

Большая доступность информации значительно повысила доступность кредитов. В любом месте США кредитную историю легко проверить, поэтому потенциальные заемщики больше не привязаны к местным банкирам. Более того, возможность своевременно получать информацию о заемщике через кредитные агентства позволяет займодавцу быстро вмешаться, если заемщик будет испытывать какие-либо затруднения, что снижает потери займодавца.

Возможности заемщика расширились, а уровень доступности кредитов повысился с беспрецедентным увеличением степени доступности информации, одним из свидетельств чего является то, что небольшие фирмы в США с течением временем получали возможность брать кредит у все более и более удаленных в пространстве заимодавцев. В 1976 г. банк небольшой фирмы располагался от нее на расстоянии, в среднем не превышавшем 16 миль, а в 1992 г. это расстояние в среднем составляло 68 миль, превышая прежнее значение данного показателя более чем в четыре раза<sup>6</sup>.

### *Фондовый рынок*

Деятельность финансового сектора отнюдь не ограничивается оценкой нашей кредитоспособности, основанной на изучении наших действий в прошлом; он также помогает нам оценить наши перспективы. В частности, фондовый рынок в развитых странах генерирует информацию, помогающую принимать инвестиционные решения, благодаря чему его роль в экономической деятельности является ключевой.

Почему существует такая необходимость? Не лучше было бы предоставить распределение ресурсов компетентным квалифицированным чиновникам, чем оставлять ее на волю неорганизованного, хаотичного рынка? Разве могут недоучки из торгового зала Чикагской торговой биржи сравниться с французским чиновником-интеллектуалом, окончившим элитную Национальную школу администрации? Согласно общепринятому в 1930—1940-х гг. мнению, рыночная экономика не может распределять ресурсы более эффективно, чем централизованная плановая экономика.

Австрийский экономист Фридрих фон Хайек оспорил это утверждение. Хайек признавал, что планирование требует информации, а информация распространяется в обществе. Например, на рынке автомобилей каждый дилер в соответствии со своим обширным опытом имеет определенное представление о том, какие марки машин являются наиболее популярными. В результате все дилеры вместе взятые имеют очень хорошее представление о потребительских тенденциях.



Проблема состоит в том, чтобы скомпоновать эту информацию и направить ее туда, где принимаются инвестиционные решения.

Обычно эта проблема решается посредством управленческого аппарата компаний. Каждый дилер представляет свои соображения главе регионального отдела, тот делает доклад главе представительства в стране, а тот передает информацию в головную компанию. К сожалению, большой объем информации по дороге утрачивается, поскольку ее невозможно облечь в слова. Например, инстинктивное чувство, на основе которого принимается большая часть решений, трудно объяснить и еще труднее описать в стандартном докладе. В отсутствии каких-либо форм стандартизации высшее звено не сможет перерабатывать информацию из множества источников. Но с применением стандартизации теряется множество важных данных.

Вторая проблема связана со стимулами аккуратной передачи информации с различных уровней аппарата компании. Представьте на секунду, что дилер обладает крайне опасной для себя информацией: например, о том, что потребителям нравятся машины, но не нравится предоставляемое дилером послепродажное обслуживание. Какие стимулы он должен иметь, чтобы передать эту информацию вышестоящим лицам? Если таких стимулов нет, как о проблеме узнает руководство?

Организации также могут быть неосознанно предвзятыми по отношению к своим источникам информации. Зачастую компании уделяют слишком много внимания нуждам уже имеющихся клиентов, которым обычно требуется улучшение существующих технологий, поэтому компании игнорируют новые технологии, которые не могут немедленно удовлетворить требования клиентов. Например, в 1980-х гг. ведущий производитель дисководов менялся с появлением очередных новаций. Это заставляет предположить, что лидеры теряют свои позиции с такой легкостью, потому что не уделяют достаточно внимания новым технологиям, придавая чрезмерное значение интересам не потенциальных, а уже существующих клиентов<sup>7</sup>.

Избирательность внимания может осложняться, как и ранее, избирательностью интересов. Администрация компании, добившись успеха с использованием старых технологий, скорее всего, неохотно поддержит внедрение новых, если это будет означать, что им придется

разделить свою власть с начинающими менеджерами, которые лучше знают эти технологии. Сложившиеся, зрелые организации (частные компании или государственный аппарат) могут полностью перекрыть некоторые каналы получения информации — к собственному ущербу. Напротив, новые игроки не имеют багажа в виде уже существующей клиентуры или традиционных интересов и поэтому имеют возможность развивать эти «подрывные» технологии в определенных сегментах рынка до тех пор, пока не смогут доминировать на рынке.

Фундаментальный вклад Хайека в науку состоял в признании того факта, что рыночные цены играют определенную роль в сборе информации, поскольку они не подвержены организационным недостаткам. Например, рыночная цена нефти устанавливается каждый день на товарной бирже в соответствии со спросом и предложением. Производители и потребители не пишут доклад, они просто проявляют интерес (который отражает их непредвзятые, обоснованные ожидания) посредством цены, по которой они хотят покупать или продавать нефть. Что более важно, они делают это не для того, чтобы выполнить бюрократическое требование, но потому, что следуют самому чистому из возможных мотивов — собственным интересам. Не важно, насколько качественной является информация каждого, не важно, насколько она опасна для других людей, — пока рынок функционирует, его цены аккумулируют информацию каждого человека.

Выкладки Хайека теоретически интересны. Но что свидетельствует в пользу того, что фондовый рынок предоставляет какую бы то ни было информацию? Каждый день в торговом зале любой фондовой биржи царит, казалось бы, бессмысленное столпотворение. Некоторые трейдеры признаются, что совершают сделки, подчиняясь чутью или приметам, а не в соответствии со своими знаниями. Как из этого процесса можно извлечь какую-либо полезную информацию?

Одним из преимуществ в изучении фондовой биржи сегодня является то, что сейчас их гораздо больше, чем в недавнем прошлом, — многие из них появились совсем недавно. На новых рынках еще не сформировался тот обширный аппарат для сбора информации, который существует на развитых рынках: стандарты бухгалтерского учета, армии аналитиков, финансовая пресса, наблюдатели-аудиторы и т. д.

Одним из способов оценки влияния более развитого фондового рынка является изучение последствий кросс-листинга в США компании, приходящей с неразвитого рынка. Финансовый рынок США, несмотря на некоторые отклонения под конец недавнего бума, по общему мнению, является самым сложным в мире<sup>8</sup>. После кросс-листинга компании в США количество аналитиков, наблюдающих за ее акциями, увеличивается, и, что наиболее важно, точность их прогнозов относительно прибылей фирмы повышается<sup>9</sup>. Последнее способствует более высокой оценке самих акций компании. Таким образом, более развитые финансовые рынки обеспечивают более сильные стимулы для сбора информации и в итоге генерируют больше информации.

Если информация, создаваемая неразвитыми рынками, менее полезна, в большей степени основана на агрегированных общеэкономических индикаторах или построениях на фондовом рынке, нежели на надежной информации о конкретных компаниях, мы увидим, что цены на акции конкретных фирм на таких рынках имеют тенденцию к сближению. Напротив, если более развитые рынки дают более разнообразную информацию о конкретных фирмах, цены на акции этих компаний будут отражать это разнообразие. В этом все дело<sup>10</sup>. В США общерыночными колебаниями объясняется только 3 % суточной вариации цен на конкретные акции, в то время как на Тайване этот показатель составляет примерно 40 %, а в Польше — почти 60 %. Таким образом, рынки действительно передают информацию о конкретных компаниях, которая содержится в ценах на акции, а более развитые рынки генерируют больший ее объем.

Более значительные объемы информации, производимые развитыми рынками, очевидно, влияют на принятие инвестиционных решений. В странах, где фондовые рынки производят больше информации о конкретных фирмах, гораздо выше уровень перетекания инвестиций из неперспективных отраслей в перспективные. Различия в уровне перераспределения средств велики: в ответ на одинаковый позитивный сигнал о перспективах отрасли инвестиции в американскую отрасль повысятся в среднем на 7 %, а в индийскую — только на 1 %<sup>11</sup>.

Менеджеры не уделяют внимания ценам на фондовом рынке только потому, что заботятся об увеличении состояния держателей ак-

ций своих компаний. Фондовый рынок, подобно рекламному плакату, демонстрирует то, как они справляются со своими обязанностями, любому, кто захочет на него взглянуть, а слишком низкая цена на акции может вызвать попытку враждебного поглощения. Поэтому менеджеры зачастую отказываются от своих намерений, которые не нравятся фондовым рынкам. Например, в сентябре 2001 г. «UniCredito», второй по величине итальянский банк, начал переговоры по приобретению «Commerzbank», одного из крупнейших немецких банков. Неожиданно сведения об их переговорах просочились на рынок до того, как было подписано окончательное соглашение. Рынок очень плохо отреагировал на эту новость. В день, когда данная информация появилась в прессе, акции «UniCredito» упали на 6,7 %, а в течение месяца — на 17 %<sup>12</sup>. Реакция рынка, как демонстрируют эти цифры, была настолько отрицательной, что обе компании приняли решение отменить дальнейшие переговоры. Рыночная цена акций «UniCredito» поднялась на 6 % после объявления о прекращении переговоров о слиянии<sup>13</sup>.

Таким образом, рыночные цены могут влиять на решения менеджеров, те же управляющие, которые не принимают во внимание колебания цен, сталкиваются с неблагоприятными последствиями. Когда рынок в США отрицательно реагирует на приобретение какой-либо компании (т. е. когда стоимость акций покупающей компании после объявления о покупке заметно снижается), повышается вероятность того, что впоследствии компания-покупатель станет объектом поглощения. В итоге многие подобные компании распродают приобретаемые ими активы<sup>14</sup>. Падение стоимости акции привлекает внимание участников рынка к тому факту, что компания-покупатель управляется менеджерами, которые некомпетентны или не прилагают усилий к увеличению доходов акционеров. В свою очередь, это предполагает возможность для какой-либо другой фирмы поглотить покупателя, заменить администрацию компании и более рационально использовать ее средства (например, избавившись от неэффективно работающих активов), что повысит доходы акционеров.

Итак, рыночные цены действительно дают полезную информацию, которая способствует более качественному размещению ресурсов

экономике и таким образом повышает доступность финансовых средств. Это не означает, что данный процесс не имеет недостатков. Этого не может быть, поскольку основа процесса — предоставление компенсации за человеческую жадность: для поиска информации, которой больше нет ни у кого, требуются мириады трейдеров — получают ли они ее, роаясь в мусорных ящиках у офисов корпораций или просматривая торговые публикации, которые больше никто не читает, несущественно. Основа процесса — анализ информации трейдерами с использованием собственных сложных моделей. Процесс требует, чтобы они продавали и покупали акции на основе своего анализа, таким образом «внедряя» свою информацию в рыночную цену. Цена, следовательно, отражает сумму информации всех трейдеров и весь проведенный ими анализ. Однако эта информация не слишком точна, поскольку, если бы цены полностью и мгновенно раскрывали всю имеющуюся информацию, процесс бы не работал<sup>15</sup>. Если инвестор пошел на все хлопоты, связанные с поиском недооцененных компаний, но не может купить акции, не поднимая цену до истинной их стоимости, он просто перестает тратить свое время. На практике, таким образом, точность цен на акции не должна быть слишком высокой — ровно в той степени, чтобы трейдеры-эксперты получали определенный доход. Тем не менее в итоге и в среднем они достаточно точны с точки зрения большинства инвесторов (и менеджеров компаний). Тот, кто полагает, что сможет добиться сверхвысоких дивидендов, играя на рынке, быстро узнает эту вечную истину.

## Снижение уровня растрат

Вся работа рынков, направленная на распределение рисков, будет тщетной, а средства, потраченные на углубление сведений рынка о компании и ее перспективах, будут потрачены зря, если менеджеры присвоят или растратят все заработанные средства, ничего не оставив вкладчикам. Поэтому третий важный этап в расширении доступа к финансовым средствам — это обеспечение того, чтобы получатель финансов использовал деньги для увеличения доходов инвесторов.

## Откровенная растрата

Во многих странах менеджеры не стесняются набивать свои карманы за счет широких масс акционеров. Например, в России объем торгов акциями нефтяных компаний составляет одну сотую от возможных объемов торгов в США<sup>16</sup>. Такое огромное различие нельзя объяснить просто различиями в ликвидности рынка или различным отношением к риску участников этих двух рынков. Единственное возможное объяснение состоит в следующем: рынок ожидает, что на российских нефтяных компаниях будут систематически наживаться инсайдеры. Это предположение подтверждается регулярным появлением отчетов о том, что нефть была продана этими компаниями посредникам, которых контролируют инсайдеры, по цене ниже рыночной и затем перепродана по рыночной цене<sup>17</sup>.

К сожалению, это не только российское явление. Рассмотрим продажу пакетов публично торгуемых акций, достаточных для того, чтобы передать контроль над компанией покупающей стороне<sup>18</sup>. На следующий день после объявления о транзакции рыночная цена акций компании отражает, какую приведенную сумму дивидендов и какой прирост капитала ожидают в долгосрочной перспективе получить рядовые акционеры, не имеющие возможности осуществлять контроль над управляющими. Любая дополнительная сумма, уплаченная покупателями за контрольный пакет акций, должна, таким образом, отражать некие особые преимущества, которые они рассчитывают получить, в отличие от других акционеров. На профессиональном жаргоне это обозначается эвфемизмом «личные выгоды от контроля», куда входят и психологические аспекты (удовольствие покупателей от получения власти), и прибыль, которую они планируют присвоить за счет не имеющих контроля акционеров посредством таких мер, как использование трансфертных цен (например, продажа нефти по минимальным ценам компании, которая полностью принадлежит им, чтобы получить возможность перепродать нефть по рыночным ценам). В большинстве развитых стран объемы этих «личных доходов» в 1990–2000-е гг., по оценке, невелики (около 2 % их рыночной стои-

мости), но во многих странах он превышает 25 %. Например, в Бразилии «личные доходы» могут достигать 65 %, а в Чехии — 58 %.

Возможность незаконного присвоения может подвергнуть серьезной угрозе перспективы получения компанией финансирования. В странах с высокими «личными доходами» рынки ценных бумаг меньше, меньше компаний становятся открытыми, а собственность имеет тенденцию к более высокой концентрации<sup>19</sup>. В условиях таких концентрированных холдингов риск не может быть хорошо диверсифицирован, что еще больше сокращает доступ к финансовым средствам.

Как страна может избежать этой ловушки, порожденной низким уровнем развития? Один из ответов — это усовершенствование законов. «Личные доходы» обычно выше в тех странах, где меньше законодательных возможностей для защиты акционеров<sup>20</sup>. Конечно, значение имеют не только формулировки — важен и уровень исполнения законов. Даже если суды работают справедливо и эффективно, судебные издержки слишком высоки для индивидуальных акционеров. Возможность подачи коллективных исков и получения гонораров в случае успеха может дать юристам стимул выискивать корпоративные преступления и подавать иск от лица акционеров, таким образом вынуждая менеджеров отчасти соблюдать дисциплину.

Важную роль также играет организация сбора налогов. Налог на прибыль предприятий фактически предоставляет государству крупный неконтрольный пакет во всех компаниях. Его стимулы полностью совпадают со стимулами миноритарных акционеров: они хотят, чтобы компания раскрывала и распределяла свою прибыль. Но у государства есть значительное преимущество: у него больше инструментов принуждения, а доля, принадлежащая ему в компаниях, достаточно велика. Например, Служба внутренних доходов США тщательно изучает цены, по которым товары поставляются от одной аффилированной компании к другой, чтобы убедиться в том, что прибыль не перераспределяется в подразделение, имеющее налоговые льготы. Такая тщательность также помогает не допустить использования механизма трансфертных цен, когда менеджмент переводит товары из открытой компании в закрытую, которая полностью принадлежит ему. В данном случае налоговые органы не дают управляющим преступать закон. По

оценке, уровень «личных доходов» в стране, имеющей более высокую собираемость налогов, действительно ниже<sup>21</sup>.

Конечно, сами корпорации имеют стимулы устанавливать строгий контроль над менеджментом, чтобы улучшить свой доступ к финансированию. Корпорация может связать своих управляющих корпоративным кодексом, который бы запрещал эмиссии по цене ниже рыночной или ограничивал бы перевод активов в другие фирмы. Такие установленные изнутри правила имели бы большое значение для решения проблемы недооценки российских компаний. Отношение реальной рыночной стоимости российских компаний с самой лучшей практикой корпоративного управления (включая и те, которые осуществляют кросс-листинг в США) к потенциальной рыночной стоимости этих компаний, если бы они были американскими, в 450 раз превышает аналогичный показатель у компаний с наихудшей практикой<sup>22</sup>.

### *Лишние траты*

Более качественные законы и их исполнение усложняют прямое воровство, но не предотвращают напрасные траты или отсутствие компетенции; применение законодательных средств в данном случае всегда связано с риском парализовать деятельность компании. Поскольку риск — это неотъемлемый аспект инвестиций, система, которая позволяет выдвигать судебный иск против менеджера каждый раз, когда он совершает ошибку, приведет к тому, что ни один менеджер не будет принимать рискованных решений. Американская юриспруденция признает наличие этой проблемы и поэтому приняла то, что именуется как «правило о деловом решении». Это правило не дает суду предвосхитить любое решение менеджмента при условии, что оно следует процессам, зафиксированным законом и не связано с потенциальными конфликтами интересов. Таким образом, что касается закона, менеджеры не могут красть, но могут растрачивать средства по желанию, при условии, что они соблюдают должные процедуры.

Проблема особенно остро встает в компаниях с устойчивым положением. Их размеры и прошлые успехи обеспечивают им условия ограниченной конкуренции. Данные компании генерируют огромные



суммы наличных денег и, в условиях ограниченных возможностей законного инвестирования в свои подразделения, не нуждаются в финансировании. Перед ними стоит проблема, которую бывший профессор Гарвардской школы бизнеса Майкл Йенсен называет «проблемой свободного денежного потока»: у них на руках слишком много наличных<sup>23</sup>. Вместо того чтобы выплачивать их инвесторам, управляющие могут растратить их на свои личные проекты, роскошные офисы, служебные самолеты или благотворительность, что в большей степени повышает их статус, нежели улучшает имидж компании. Когда траты не контролируются, огромные объемы прибыли могут оказаться растраченными.

Например, крупные затраты на архитектурный проект нового офиса компании должен стать тревожным сигналом для инвесторов. Такое поведение часто свидетельствует: компания может только тратить свои деньги, а ее президент посвящает свое время только постройке собственного мавзолея. Примеров тому множество. Филипп Кан из компании «Borland International» начал постройку головного офиса стоимостью в 100 млн долл. — с баскетбольным полем, бассейном и двумя теннисными кортами — в 1992 г.<sup>24</sup> С точностью почти до года строительство нового головного офиса отмечает начало потери компанией ведущих позиций в производстве программного обеспечения.

Будет полезно рассмотреть более подробно пример того, как зрелая компания может внезапно обнаружить, что она растрчивает прибыль, одновременно с чем ее стратегия устаревает вследствие резких изменений среды. Рассмотрим случай американского конгломерата «Beatrice»<sup>25</sup>. Будучи основан в 1891 г. для розничной продажи продуктов питания, к 1940 г. он стал одним из крупнейших производителей молочных продуктов в стране. С 1940 по 1976 г. «Beatrice» расширялся путем приобретения других пищевых предприятий. В течение этого периода «Beatrice» выбирал цели для поглощения — обычно семейные предприятия, — которые могли получать большую прибыль от возможностей «Beatrice» привлекать средства и профессиональных методов управления компаниями. Вплоть до конца 1970-х гг. этот подход срабатывал хорошо: акционеры «Beatrice» гарантированно получали 14 % годовых дивидендов в течение 25 лет.

Однако, в первой половине 1980-х гг. «Beatrice» стала классическим примером компании, чья основная стратегия устарела. Финансирование становилось все более доступным для семейных фирм, которые были традиционными объектами поглощений со стороны «Beatrice». Эти виды фирм уже не так сильно нуждались в глубоких карманах «Beatrice». Более того, как только финансовый контроль «Beatrice» над своими подразделениями стал ослабевать из-за широкой доступности финансовых средств, компания была вынуждена реструктурировать систему управления, вводя новые уровни менеджмента и отказавшись от прежнего децентрализованного подхода. Наконец, чтобы помочь головной компании повысить доходы подразделений, была централизована служба маркетинга и увеличены расходы на нее.

Администрация «Beatrice» делала все возможное, но отказывалась видеть дурные предзнаменования. Она совершила новые затратные поглощения — в частности, приобрела «Coca-Cola Bottling Division of Northwest Industries» за сумму, превышающую доходы в двадцать два раза. Цена акций «Beatrice» после объявления о поглощении упала на 7,1 %. Это падение цен вызвало гнев акционеров, которые рассчитывали, что им вернут деньги посредством выкупа у них акций. Ответ тогдашнего руководителя компании Джеймса Датта был прост: «Акции выкупают тогда, когда не могут найти лучшего применения своим деньгам»<sup>26</sup>. Он был прав, если не считать того, что он не признал — компания не могла найти лучшего применения своим деньгам!

Вместо этого компания растратила свои деньги на все то, что обычно делают управляющие, когда больше нет инвестиционных идей. Администрация переехала в более просторные и роскошные здания и расширила штат головной компании с 161 человека в 1976 г. до 750 в 1985 г. Организация «перестраивалась» каждый год. Было изменено название компании и начата кампания общей осведомленности, которая в первую очередь была направлена на возвеличивание Датта. Особенно вопиющим было спонсирование двух гоночных команд, что обошлось в более чем 70 млн долл. в течение ряда лет. Увлечение Датта спортом и его хобби — коллекционирование автомобилей — вот то немногое, что связывало «Beatrice» с гонками. Единственная до-

черняя компания, отдаленно связанная с автомобильными гонками, стоила всего 97 млн долл. и была назначена на продажу.

С 1976 по 1985 г. было растрчено, по оценке, 2 млрд долл. прибыли «Beatrice». В ответ на ужасающее падение цен на акции и возмущение среднего управленческого звена совет директоров в 1985 г. наконец уволил Датта. Эпитафия Датту была одной из самых печальных эпитафий руководителю компании: на следующий день после объявления о его увольнении акции «Beatrice» поднялись на 6 %!

«Beatrice» не исключение. Рассмотрим, что делает менеджмент, когда получает корпоративный эквивалент манны небесной, т. е. когда суд присуждает компании получение наличности и не принимает иных решений относительно коммерческих возможностей фирмы<sup>27</sup>. Примером подобной неожиданной удачи может служить выплата средств компанией «Техасо» компании «Pennzoil» в 1988 г. «Pennzoil» заключил соглашение о слиянии с «Getty». «Техасо» вмешалась в процесс, что вызвало иск со стороны «Pennzoil», и после всех тяжб и апелляций «Pennzoil» получил компенсацию в размере 2,3 млрд долл.

Что сделала компания «Pennzoil» с этими деньгами? В течение 3 лет «Pennzoil» выплачивал акционерам около 5 % премии в качестве повышенных дивидендов. Но одновременно на тот же период был снижен объем выкупа акций (таким образом компания выплачивает акционерам эквивалент дивидендов, за исключением налоговых сборов) приблизительно на 32 % суммы от выплаты по суду. Возможно, «Pennzoil» выкупал акции ранее в ожидании выплаты. Если это было так, нетто-выплаты акционерам упали на 27 % от размера выплаты! «Pennzoil» фактически не увеличивал, а снижал доходы акционеров!

Но управляющие «Pennzoil», очевидно, не пострадали вместе с акционерами. Их активность по осуществлению поглощений возросла — только для того, чтобы распродать новую основную линию бизнеса, которую они приобрели всего лишь 2 года спустя, и по высокой цене. По оценке, ««Pennzoil»... растратил от 2 до 4 млрд долл. прибыли по сравнению с прибылью от более пассивной инвестиционной стратегии в течение 3 лет после получения выплаты»<sup>28</sup>. Что интересно, в то время, как получение «Pennzoil» выплат со стороны «Техасо» в результате судебной тяжбы становилось все более вероятным, суммар-

ная рыночная стоимость обеих компаний снижалась. Участники рынка верно предугадали, что менеджеры «Pennzoil» поведут себя как дети, которые нашли у кондитерской стодолларовую купюру: акционерам (как и родителям) было бы легче, если бы менеджеры вообще не получили бы этих денег.

Несмотря на крайне низкое качество своей деятельности, менеджеры постоянно повышали свои зарплаты. Президент «Pennzoil» вышел в отставку за год до присуждения выплаты, но компания вернула его на этот пост и отложила уход на пенсию двух других руководителей высшего звена. Все трое ушли в отставку вскоре после выплаты, получив более 20 млн долл.!

После обстоятельного изучения подобных ситуаций следует сделать вывод, что «оценка инвестиционных и диверсификационных стратегий этих компаний предполагает, что средняя фирма не использует полученные средства для того, чтобы увеличивать свою стоимость»<sup>29</sup>. Слишком много наличных денег — это серьезная проблема!

Предвидя ситуацию, когда с укреплением позиций фирмы наличные деньги будут растрачиваться впустую, инвесторы неохотно вкладывают деньги в молодые компании. Следовательно, развитый финансовый рынок должен найти способы разрешить проблему движения избыточной наличности. Наиболее сомнительным (по крайней мере, с точки зрения общественности) способом является поглощение компаний.

Свободный рынок поглощений — это один из способов, с помощью которого можно разрушить неэффективно работающие подразделения корпорации и продлить жизнь эффективным. Теоретически это работает следующим образом. Участники фондового рынка понимают, что компанией управляют не лучшим образом, и цена на ее акции падает. Чем сильнее она снижается, тем более выгодным становится приобрести акции компании, получить над ней контроль и реструктурировать ее. Реструктуризация обычно начинается со смены администрации и ее политики и завершается закрытием одних убыточных подразделений и продажей других тем, кто сможет управлять ими лучше. В результате всех этих мероприятий «перегруженная» фирма становится более гибкой. Именно это и произошло с «Beatrice».

В течение двух месяцев после ухода Датта компания была продана управленческой группе, аффилированной с партнерством «Kohlberg, Kravis, and Robert» («KKR»), специализирующемся на выкупе контрольных пакетов. Предложение, сделанное данной группой акционерам, практически полностью компенсировало стоимость, которая была недополучена в результате неэффективного управления компанией. Основное финансовое обеспечение проекта было осуществлено через банковский кредит, а также заем под небольшие проценты, так что оказалось, что 85 % структуры капитала «Beatrice» составляют заемные средства. Единственным способом выплатить этот долг для «Beatrice» было снижение ненужных расходов, продажа активов и разделение компании — но именно в этом и заключалась цель мероприятий. Громоздкая смесь активов, собранных под вывеской «Beatrice», должна была быть разделена и возвращена более умелым владельцам. В результате компания с почти столетней историей перестала существовать.

Исчезновение компании, просуществовавшей столько лет, может показаться печальным, но это было практически неизбежно в условиях изменившейся среды. Приобретение контрольного пакета акций «Beatrice» только ускорило неизбежное. Если бы «Beatrice» не разделился, нефункциональный конгломерат скончался бы, прихватив с собой в могилу все свои подразделения. После распада компании, по крайней мере, большинство подразделений выжили, пусть и сменив владельцев.

Некоторые сотрудники компании, особенно в головном офисе, конечно, потеряли работу. Но другие наемные работники остались в выигрыше, потому что у них появилась возможность создавать больше стоимости и больше зарабатывать, не встречая препятствий со стороны несоответствующих своей должности управляющих. Еще одни выиграли потому, что получили возможность должным образом руководить предприятием. Получив денежные средства на покупку доли акций «Beatrice», Реджинальд Льюис стал первым чернокожим исполнительным директором в рейтинге «Fortune 500».

Изменения в управлении компанией, осуществляемые посредством поглощения или выкупа контрольного пакета акций менеджера-

ми, — это еще один пример разрыва между общественным мнением и реальностью финансовой системы. Немногие стали причиной столь же сильного возмущения, как захватчики-«рейдеры», например, Т. Бун Пикенс, который в 1980-х гг. предпринял несколько попыток враждебных поглощений нефтяных компаний. По распространенному мнению, кредо таких людей, собирательным образом которых является бессмертный Гордон Гекко из фильма «Уолл-стрит», состоит в следующем: «Жадность — это хорошо». Их часто изображают стервятниками, которые зарабатывают на разрушении стабильных компаний, увольняют сотрудников, посвятивших компании всю свою жизнь, и эксплуатируют оставшихся работников, платя им мизерное жалование. На самом деле, как говорит Джерри Стернер в популярной экранизированной пьесе «Чужие деньги», их роль схожа с функцией гробовщиков и могильщиков — профессиями отталкивающими, но абсолютно необходимыми для того, чтобы общество нормально функционировало. Экономика не может динамично развиваться, если денежные средства не перераспределяются из умирающих секторов в развивающиеся. Именно этот процесс ускоряют «корпоративные рейдеры». Чтобы понять, насколько важен этот процесс, достаточно взглянуть на ситуацию в Японии, где экономика пытается равномерно распределить нагрузку, и «больные» компании и банки истощают силы «здоровых» фирм.

Поглощение компаний — лишь один, и не обязательно самый эффективный, способ борьбы с корпоративными растратами. Институциональные инвесторы, владеющие крупными пакетами акций компании, также могут оказывать давление на ее администрацию. Большая доля институциональных инвесторов среди собственников очевидно коррелирует с большей стоимостью компании<sup>30</sup>. В среднем в США повышение доли институциональных инвесторов среди собственников на 1 % дает прирост стоимости компании на 0,6 % (в процентах от нетто-капитала), или 125 млн долл., для фирмы среднего размера. Естественно, вполне возможно, что институциональные инвесторы просто предпочитают осуществлять вложения в компании с более высокой стоимостью, а их действия не оказывают прямого влияния на стоимость фирмы. Но есть способы исключить это объяснение. Когда фирма входит в рейтинг «S&P 500», многие взаимные фонды, следя-

щие за изменениями рейтингового списка, осуществляют вложения в данную фирму. Более высокая доля институциональных инвесторов среди собственников компаний, входящих в рейтинг, отражает не оценку их стоимости институциональными инвесторами, а просто механическое следование правилу. Но даже подобные соображения оказывают положительное влияние на стоимость компании.

В пользу положительного влияния институциональных собственников еще больше свидетельствует изучение последствий изменения законодательства<sup>31</sup>. До 1992 г. в США, если 10 или более инвесторов хотели обсудить функционирование какой-либо компании, они должны были подать запрос в Комиссию по ценным бумагам и биржам, в котором подробно должны были быть представлены цель и участники дискуссии. Эти требования затрудняли координацию действий институциональных инвесторов. В 1992 г. это правило отменили. В соответствии с идеей о том, что наличие институциональных инвесторов повышает качество управления компанией, после 1992 г. коэффициент взаимосвязи между долей институциональных инвесторов в акционерном капитале и стоимостью фирмы вырос в 2 раза, что подтверждает гипотезу о том, что наличие институциональных инвесторов положительно влияет на качество управления компанией. Тот факт, что участие институциональных инвесторов помогает снизить растрачивание средств в компаниях с избытком наличных денег, поддерживается данными о том, что связь между участием институциональных инвесторов и стоимостью фирмы является особенно сильной в компаниях, которые генерируют более свободные потоки денежной наличности.

Таким образом, для зрелых компаний финансисты играют роль полицейских и агентов похоронных бюро, которые препятствуют краже средств и хоронят мертвых. В других случаях, однако, они играют более созидательную роль — повитухи. Помощь, в которой нуждаются молодые компании, — иного рода, чем та, что требуется устойчивым, зрелым фирмам. Возможности для роста у молодых компаний весьма значительны, а в условиях экономики с хорошими законами и нормами бухгалтерского учета большинство менеджеров таких фирм получают стимул стремиться к успеху (а не красть или растрачивать деньги инвесторов). Топ-менеджмент управляет компанией на основе дове-

рия — не только ради акционеров, но и ради младших менеджеров, которые рассчитывают стать преемниками управляющих высшего звена. Вознаграждение для растущей фирмы заключается не в том, чтобы растратить текущие наличные средства (чего недостаточно), но в перспективе — управление более крупной и прибыльной компанией. Поэтому на менеджеров можно положиться — они будут сдерживать очевидные злоупотребления других членов администрации компании<sup>32</sup>. Такой тщательный контроль над менеджерами нужен потому, что неопытность и своеволие могут привести их к непреднамеренным ошибкам.

Рассмотрим, как венчурные капиталисты помогают неопытным менеджерам, собирательный образ которых возникает из внутренних служебных записок венчурных капиталистов, составленных в процессе принятия инвестиционного решения. После осуществления инвестиций американские венчурные капиталисты обычно предполагают активно участвовать в качестве консультантов в работе примерно половины своих клиентов. В работу примерно 14 % своих клиентов они вмешиваются еще до вложения средств<sup>33</sup>.

Если бы венчурные капиталисты следили за каждым шагом менеджмента, это снизило бы инициативность управляющих. Следовательно, венчурные капиталисты, в общем, осуществляют нестрогий контроль. Однако если эффективность работы компании падает, то интенсивность контроля нарастает, что ведет к повышению степени вмешательства венчурных капиталистов в управление фирмой. При запуске новых проектов в области биотехнологии венчурные капиталисты замещают начальника проекта в 18 % случаев и увеличивают число директоров, поддерживаемых венчурными капиталистами, после его ухода<sup>34</sup>. Контроль венчурных капиталистов становится настолько интенсивным, что слишком большая удаленность в пространстве оказывается проблематичной. Поэтому на решение о финансировании сделки оказывает влияние то, находится ли венчурный капиталист близко (в географическом смысле). Более половины компаний, получающих поддержку венчурного капитала, имеют такого капиталиста в составе совета директоров, при этом расстояние от его офиса до головного офиса компании не превышает 60 миль. В 25 % подобных случаев это расстояние не превышает 7 миль<sup>35</sup>.



Преимущества контроля повышаются, если контролер имеет полномочия вмешаться в случае обнаружения проблемы. Для осуществления этих функций и необходим правильно составленный контракт. Венчурные капиталисты предусматривают в контракте на финансирование все возможные случайности. Например, договор может включать статью, согласно которой компания должна достичь определенной цели, например, создать положительный поток денежных средств, к указанному времени. Эти статьи представляют собой финансовые «ловушки». Их цель — не спровоцировать дефолт, а в случае необходимости предупредить финансиста о том, что в конкретный момент может потребоваться вмешательство. Контракт также может предоставлять финансисту более широкие права в области принятия решений или большую долю в потоках денежных средств компании в случае, если задача не выполнена вовремя. Правильно составленные контракты подобного типа создают сильные стимулы для предпринимателей и дают венчурным капиталистам возможность вмешаться в случае ухудшения ситуации<sup>36</sup>.

Однако в условиях высокой неопределенности при запуске нового проекта непредвиденных случайностей может быть недостаточно для того, чтобы дать венчурному капиталисту возможность вмешаться при необходимости. Именно поэтому большинство венчурных компаний используют для контроля над своими вложениями и другие инструменты — поэтапное финансирование. Вместо того чтобы сразу передать все денежные средства, необходимые для разработки новой продукции, типичный венчурный капиталист финансирует только год работы проекта. По прошествии года предприниматель должен снова обратиться в венчурную компанию для дальнейшего финансирования. Таким образом, поэтапное финансирование дает первому инвестору право фактически распускать компанию каждый год. Между циклами финансирования ведущий венчурный капиталист навещает предпринимателя в среднем раз в месяц и каждый раз проводит на производстве от 4 до 5 часов<sup>37</sup>.

Однако все эти формы прямого контроля связаны с большими затратами. Минимальная прибыль с проекта для венчурного капиталиста должна составлять около 50 %, чтобы окупить вложения. Отчасти

этот показатель отражает высокую возможность провала проектов (из четырех компаний одна разоряется, две функционируют достаточно успешно и только одна становится настолько успешной, чтобы стать открытой), но его нельзя оправдать только на этой основе. Прежде всего, необходимость таких высоких прибылей оправдывается временем и усилиями, затраченными на контроль над компанией и предоставленные ей консультации. В условиях развитых систем финансисты не даром едят свой хлеб.

## Резюме

В первой главе мы проиллюстрировали препятствия на пути к расширению доступа к финансовой системе и последствия предоставления этого выбора только тем, у кого есть связи или имущество, пригодное для предоставления в залог. В этой главе мы показали, как можно преодолеть эти препятствия. Особого внимания заслуживает обширная инфраструктура, обеспечивающая расширение доступа, начиная от ученых, которые находят решения запутанных финансовых проблем, до инвестиционных банкиров, изобретающих оригинальные способы распределения риска, от кредитных агентств, предоставляющих информацию по кредитным историям, до опытных компетентных судов, знающих, как должны исполняться сложные финансовые контракты.

При наличии такой инфраструктуры финансист может отказаться от практики предоставления кредита только под залог или на основе уже состоявшихся контактов и перейти к кредитованию на действительно независимой основе. Это не означает, что залог и связи уже не будут играть никакой роли, но большинству финансирования станет доступно и без них. Финансирование будет в гораздо большей степени основываться на широком распределении рисков, с использованием кредитных историй, находящихся в открытом доступе, и своевременно обновляемой информации о заемщике, а также на составлении финансовых контрактов таким образом, чтобы создать нужные стимулы.

В последние 30 лет коренные изменения финансовой системы во всем мире — их можно даже назвать революцией, — предоставили

нам возможность воспользоваться достижениями, описанными в этой главе. Мы приблизились к утопии под названием «финансы для всех». В следующей главе мы опишем масштабы изменений, чтобы продемонстрировать, что именно дает нам возможность говорить о них как о революции. Затем мы рассмотрим те шаги, которые сделали возможной эту финансовую революцию, и изучим изменения в нашей жизни вследствие расширения доступа к финансовой системе, что дало нам больше экономической свободы, чем мы когда-либо имели.

## ГЛАВА 3

# Финансовая революция и личная экономическая свобода

В последние три десятилетия в финансовой сфере в большинстве развитых стран мира произошла настоящая революция. В 1970 г. отношение стоимости всех котируемых на американской фондовой бирже акций к ВВП составляло 0,66; к 2000 г. оно увеличилось до 1,5<sup>1</sup>. В других странах это отношение увеличилось еще более радикально. Во Франции капитализация фондового рынка возросла с 0,16 от ВВП в 1970 г. до объемов, превышающих ВВП в 1,1 раз в 2000 г.<sup>2</sup> Несмотря на недавнее снижение цен на фондовом рынке, сегодня объемы рынков относительно экономики гораздо больше, чем несколько десятилетий назад. Взрывной рост объемов фондовых рынков — всего лишь один из признаков случившегося. Появились совершенно новые рынки, например NASDAQ, полностью ориентированные на обслуживание молодых компаний. В начале 1970-х г. таких институтов, как фонды денежного рынка, не существовало. Сейчас в США им принадлежат активы на сумму более 2 трлн долл. Большинство производных ценных бумаг, сегодня совершенно обыденных, например, индексный опцион или процентный своп, три десятилетия назад еще не было изобретено. Оборот торговли такими производными инструментами в IV квартале 2001 г. составил 163 *трлн.* долл., что примерно в 16 раз превышает годовой ВВП США<sup>3</sup>.

Итак, корпорации получили новые инструменты для привлечения денежных средств и распределения рисков; возможности физиче-

ских лиц тоже стали шире. Объемы возобновляемых потребительских кредитов (например, долгов по кредитным картам) в США резко увеличились с близких к нулю в конце 1960-х гг. до порядка 700 млрд долл. в конце 2001 г.<sup>4</sup> Физические и юридические лица могут брать в долг не только у внутренних организаций, но и используя иностранные рынки и институты. По сравнению с объемами 1970-х гг. валовой поток иностранного капитала как доля ВВП в развитых странах увеличился практически в 10 раз, а в развивающихся — более чем в 5 раз. Только в 1990-х гг. в развитых странах эти потоки увеличились более чем в 4 раза<sup>5</sup>.

В следующих главах мы объясним, почему финансовая революция произошла именно в последние три десятилетия, а сейчас сосредоточимся на процессе, который ее обусловил. В предпосылках этого бума не было ничего сверхъестественного — он был результатом действия многочисленных взаимосвязанных процессов. Рассмотрим сначала некоторые из них, а затем — последствия расширения доступа к денежным средствам для повседневной жизни.

## Финансовое развитие

Основы современной динамично развивающейся финансовой системы США были заложены в 1930-х гг. В этот период многие страны решили сократить объемы финансовых рынков и заменить их государственным контролем. Такая скрытая тенденция существовала и в США — и на этом мы подробно остановимся позднее, — но она вошла в противоречие с традицией американской политической мысли, которой всегда было свойственно скептическое отношение к решению проблем законодательным путем. В письме, датированном 1922 г., судья Брандейс писал: «Не думайте, что изменение общественных основ (как в случае с государственным социализмом) станет панацеей от жестокости и аморальности. И не следует возлагать слишком больших надежд на законодательную систему. Слишком велика вероятность того, что институты, предназначенные для исправления ситуации, перейдут под контроль врага и станут инструментами подавления»<sup>6</sup>.

Вместо этого он предложил то, что называл открытостью, а мы сейчас называем прозрачностью: «Открытость справедливо считают хорошим лекарством для болезней общества и промышленности. Говорят, что солнечный свет — это лучшее дезинфицирующее средство; электрический свет — лучший полицейский»<sup>7</sup>.

Эта философия красной нитью проходила через все финансовое законодательство «нового курса», проведенное через Конгресс в 1933 и 1934 гг., вскоре после того, как Франклин Рузвельт стал президентом. Часто в своих выступлениях Рузвельт другими словами излагал те же мысли, что и в вышеприведенной цитате из письма Брандейса<sup>8</sup>. Отчасти принятие законов «нового курса» имело политическую, а не экономическую мотивацию, и далеко не все эти законы, в особенности банковское законодательство, поддерживали конкуренцию<sup>9</sup>. Но это законодательство заложило бухгалтерскую, нормативную и правовую основы для развития финансовой системы США. Когда в начале 1970-х гг. с финансовой системы наконец сняли ограничения, сформировался по-настоящему динамично развивающийся сектор.

В этом процессе финансового развития дерегулирование, конкуренция и инновации — и в научном мире, и вне его — питали друг друга так, что их взаимное влияние невозможно разделить. Рассмотрим сначала влияние достижений науки на процесс дерегуляции, которое в дальнейшем обусловило появление новых инструментов в финансовой сфере.

### *Диверсификация и формирование рынка прямых инвестиций*

Работа Гарри Марковица, упомянутая в предыдущей главе, демонстрирует, что инвестор, степень диверсификации вложений которого высока, может позволить себе рискованное вложение, если оно осуществляется в форме портфельных инвестиций, даже если бы он не стал брать на себя этот риск, будь это вложение для него единственным. Сегодня это кажется очевидным — отчасти потому, что основная мысль Марковица была в полной мере воспринята игроками инвести-

ционного сектора (Марковиц также представил менее очевидные математические расчеты, показывающие, что диверсифицированные портфельные инвестиции обеспечивают наименьший риск при заданных размерах прибыли). В итоге эти нововведения изменили способ регулирования инвестиционного сектора.

Рассмотрим так называемое «правило разумного поведения». Это правило описывает общепринятое понятие о рациональном инвестировании, осуществляемом менеджерами пенсионных фондов. Со временем оно стало стандартом поведения, которого придерживаются управляющие фондами. До 1979 г. «правило разумного поведения» трактовалось как отказ от крупных инвестиций в активы, связанные с риском. Даже вложения в акции компаний, которые не выплачивали дивиденды, что сейчас типично для большей части акций, считались в то время слишком рискованными! В 1979 г. Департамент труда США наконец разъяснил концепцию разумного поведения: рискованные вложения стали считаться допустимыми, если они являлись частью стратегии портфельных инвестиций с высокой степенью диверсификации.

В результате этого решения пенсионные и благотворительные фонды получили возможность инвестировать в более рискованные посреднические организации — такие, как фонды венчурного капитала (финансирующие создание новых компаний), фонды поглощения (финансирующие приобретение уже существующих компаний) и «фонды-стервятники» (которые покупают компании с долгами или финансовыми трудностями, рассчитывая получить прибыль от их реструктуризации). Этот новый рынок, именуемый рынком прямых инвестиций, формировался и рос с головокружительной скоростью. В 1980 г. инвестиции на этом рынке составляли только 5 млрд долл., а в 1999 г. — более 175 млрд долл. Это приблизительно равняется общему годовому объему инвестиций в такой стране, как Италия, которая занимает 5-е место в мире по размерам экономики<sup>10</sup>.

Финансовые посреднические институты, которые финансировал рынок прямых инвестиций, всеми способами расширяли доступ к финансовым средствам. Мы заметили, что в отличие от таких относительно пассивных институциональных инвесторов, как взаимные фонды, венчурные капиталисты принимают более активное участие в дея-

тельности финансируемых ими молодых компаний и проявляют по отношению к ним больше заботы. В 2000 г. венчурные капиталисты вложили более чем 100 млрд долл. в 5 608 новых компаний<sup>11</sup>. В 2001 г., даже после окончания интернет-эйфории, 3 244 компании получили более чем 38 млрд долл. на основе венчурного финансирования. Всего лишь десятью годами ранее общий объем финансирования составлял 3 млрд долл. для более чем 1 143 компаний.

Рынок прямых инвестиций также финансировал фонды выкупа, которые, осуществляя поглощение компаний с их последующей реструктуризацией, как в случае «Beatrice», сыграли ключевую роль в изменении практики корпоративного управления, произошедшем в последние два десятилетия. Фонды выкупа также приобретают мелкие частные компании, облегчая предпринимателям вывод вложенных средств по разумной цене и предоставляя молодым талантливым предпринимателям возможность возглавить такую компанию (вспомним поисковый фонд, описанный во введении).

Наконец, рынок прямых инвестиций способствовал появлению «фондов-стервятников». Необычное наименование верно отражает их суть. Стервятники, поедая падаль, играют роль санитаров окружающей среды; «фонды-стервятники» ищут «трупы» компаний (покупают компании на грани банкротства), а затем ликвидируют избыточные активы и приводят в порядок то, что стоит сохранить. Таким образом, они не дают компаниям растрачивать деньги инвесторов. В свою очередь, у таких компаний появляется больше возможностей по привлечению заемных средств в начальном периоде их существования, так как инвесторы, предоставляя ссуду, уверены в том, что компания в случае возникновения проблем не сможет полностью растратить их вложения. В целом, стремительный рост рынка прямых инвестиций расширил доступ к денежным средствам и прямым, и косвенным образом, повысив общую эффективность финансовой системы.

Благодаря разъяснению «правила разумного поведения» не только повысилось количество доступного рискованного капитала, но и увеличилось число способов размещения капитала — более правильное понимание риска обусловило определенные инновации. Рассмотрим один пример — бросовые облигации. Майкл Милкен, выпускник бизнес-



школы «Wharton» при Пенсильванском университете, который работал на третьесортный инвестиционный банковский дом, был убежден, что рейтинговые агентства чрезмерно осторожны в присвоении рейтинга компаниям. Они обращают внимание только на достижения фирмы и «подушку» ее физических активов, не учитывая способности ее управляющих и ее перспективы<sup>12</sup>. Милкен считал, что уровень риска, связанного с облигациями с низким кредитным рейтингом, нелестно именуемыми «бросовыми», гораздо ниже, особенно если степень диверсификации портфеля ценных бумаг высока (работы Марковица он изучал!). Согласно Милкену, высокий доход с этих облигаций компенсирует любой дополнительный риск. Затем он начал продавать эту идею институциональным инвесторам.

Несмотря на то, что правота Милкена по вопросу прибыльности этих облигаций и степени связанного с ними риска признается не всеми, его успех в создании ликвидного рынка для этих инструментов невозможно поставить под сомнение. В течение всего нескольких лет объем эмиссий «бросовых» облигаций увеличился с 1 млрд долл. до более чем 30 млрд долл.<sup>13</sup>

Некоторые финансовые инструменты могут априори показаться крайне рискованными, и опасения относительно высокой степени связанного с ними риска действительно обоснованы. Но если этими инструментами заинтересуется достаточное число инвесторов, их ликвидность возрастает, и на выяснение и снижение их рисков выделяется больше средств. В итоге данный инструмент может стать весьма привлекательным и надежным. Именно это произошло с «бросовыми» облигациями. После неудач в самом начале рынок «бросовых» облигаций пережил и тюремное заключение Майкла Милкена, и банкротство инвестиционного банка, в котором он работал. К началу 2002 г. было выпущено облигаций на сумму более 650 млрд долл.<sup>14</sup>

«Бросовые» акции играют важнейшую роль в финансировании молодых компаний средних размеров. Такие фирмы слишком малы или имеют слишком мало ценных активов, чтобы выпустить рыночные долговые обязательства с высоким рейтингом, и слишком велики (или вложения в их активы слишком рискованны), чтобы брать заем у местных банков. Более того, обычно они еще не успели наладить устойчи-

вые отношения с крупными банками. Финансирование посредством «бросовых» облигаций помогает преодолеть подобные проблемы на то время, пока эти компании не станут в большей степени соответствовать требованиям крупных финансовых институтов или рынка ценных бумаг. «Бросовые» облигации — один из примеров того, как более прогрессивное понимание риска и прибылей в финансовом секторе помогает физическим и юридическим лицам обойти ловушку залога и связей.

«Бросовые» облигации также способствуют улучшению качества корпоративного управления. Рынок корпоративного контроля, как мы видели в предыдущей главе, помогает перераспределять активы компании наилучшим образом и призывать к порядку ленивых или некомпетентных управляющих, лишая их власти. Но некомпетентные управляющие не уйдут по доброй воле. А перворазрядные коммерческие и инвестиционные банки неохотно финансируют «рейды» против своих клиентов — «голубых фишек», опасаясь вызвать их гнев. Здесь и приходят на помощь «бросовые» облигации. Поскольку инвесторам, вкладывающим средства в «бросовые» облигации, не нужно поддерживать отношения, аналогичные вышеупомянутым, они готовы финансировать любую достаточно кредитоспособную компанию. Во время бума поглощений конца 1980-х гг. соискатели с не самыми устойчивыми позициями получали на рынке «бросовых» облигаций финансирование для враждебных поглощений (т. е. поглощений, против которых выступает администрация компании) крупных корпораций — «голубых фишек»: «Beatrice», «Revlon», «Singer», «RJR Nabisco» и др. Как только управляющие крупных компаний осознали, что размер компании не является гарантированной защитой от поглощений, они стали уделять больше внимания повышению эффективности работы и увеличению доходов акционеров, что, в свою очередь, привлекло больше инвесторов на фондовые рынки. Финансовые средства стали более доступными.

### *Издержки торговли и рост рынка производных ценных бумаг*

Итак, мы рассмотрели ситуацию, в которой научные достижения стали основой дерегуляции и модернизации финансовой системы. Тс-

перь рассмотрим последствия отмены фиксированных комиссионных на Нью-Йоркской фондовой бирже, где благодаря дерегуляции появились предпосылки для внедрения научных идей и финансовых инноваций. До того, как Конгресс США постановил прекратить практику фиксирования комиссионных с 1 мая 1975 г., участникам биржи не разрешалось предлагать клиентам оптовые скидки. Если брокерская контора получала заказ на покупку 100 акций по цене 40 долл. за акцию, она получала комиссионные в размере 39 долл. Если заказ был на 100 000 акций, то размер комиссионных пропорционально оставался тем же самым, т. е. 39 000 долл. Поскольку покупка 100 000 акций была лишь немногим более трудоемкой, чем покупка 100 акций, крупные заказы автоматически предполагали огромные прибыли для брокерских домов.

До отмены фиксированных комиссионных такие крупные финансовые институты, как взаимные и пенсионные фонды, имели вдвое меньше преимуществ по сравнению с индивидуальными инвесторами. Они не только не платили меньшие комиссионные; большие объемы торговли обуславливали для них невыгодные цены<sup>15</sup>. После отмены фиксированных комиссионных издержки крупных финансовых институтов на торговлю ценными бумагами очень резко снизились, что вызвало взрывной эффект в некоторых сферах.

Во-первых, стал развиваться рынок производных ценных бумаг. Мы видели, как финансовые производные инструменты, например гарантии, предоставленные «Bankers Trust» сотрудникам «Rhone-Poulenc», обеспечивают получение вкладчиками фиксированной минимальной прибыли. Они также помогают компаниям и фермерам снизить риск, давая им возможность зафиксировать цены на основные виды сырья и производимой продукции. Причиной продажи финансовыми институтами такого инструмента является возможность хеджировать риск с его помощью. В начале 1970-х гг. экономическая наука объяснила, как можно полностью хеджировать производные инструменты посредством серии продаж на финансовых рынках, но в то время существование фиксированных комиссионных сделало издержки по таким операциям непомерными. Однако после отмены фиксированных комиссионных такие финансовые институты, как коммерческие банки, смогли

предлагать производные инструменты по достаточно низкой цене, и использование производных ценных бумаг для снижения риска экспоненциально возросло. Сформировались абсолютно новые сферы финансовой деятельности — такие, как управление рисками и финансовый инжиниринг<sup>16</sup>.

Во-вторых, началась институционализация акционерной собственности. Как мы видели в предыдущей главе, крупные институциональные инвесторы держат достаточно большой пакет акций каждой компании, чтобы являлось оправданным проведение тщательного анализа функционирования компании, а в случае возникновения проблем — обсуждение их с управляющими. Теперь институциональным инвесторам проще объединяться, чтобы заставить менеджмент действовать в своих интересах. После отмены фиксированных комиссионных более разумной стратегией инвестирования для физических лиц является инвестирование в крупные фонды, управляющие средствами от имени вкладчиков. За период с 1980 по 2000 г. в США доля частных ценных бумаг, принадлежащих институциональным инвесторам, увеличилась с менее чем 30 до более чем 60 %, а доля, принадлежащая индивидуальным инвесторам, соответственно снизилась<sup>17</sup>. Число взаимных фондов выросло с 564 в 1980 г. до 8 171 в 2000 г.<sup>18</sup> В США сейчас больше взаимных фондов, чем компаний, чьи акции котируются на американских фондовых биржах!

Когда институциональные инвесторы с крупными пакетами акций сменили индивидуальных инвесторов, а «рейдерам» стало проще получать финансирование, инвесторы получили больше власти над управляющими. Официальные отчеты Делового круглого стола, ассоциации руководителей ведущих американских корпораций, созданной с целью донесения их взглядов до общественности, хорошо демонстрируют радикальное изменение баланса сил. Вплоть до середины 1990-х гг. Деловой круглый стол последовательно противостоял любым существенным изменениям в практике корпоративного управления, защищая право топ-менеджеров сопротивляться поглощениям — даже тем, которые значительно увеличивали прибыль акционеров. В 1997 г. ассоциация изменила свою позицию, заявив, что «первосте-

пенный долг администрации и совета директоров — долг перед акционерами, а не... другими заинтересованными сторонами»<sup>19</sup>.

Качество управления повысилось, и поэтому компании стали уделять больше внимания рациональному использованию своей прибыли. Корпорации традиционно считали так называемые «собственные средства» свободными, учитывая при оценке инвестиционных решений только стоимость привлеченных средств и относя на счет внутренних средств крайне небольшой объем издержек. Но собственные средства можно выплатить акционерам, поэтому их нельзя считать «свободным потоком денежной наличности». Угроза враждебных поглощений в 1980-е гг. и давление со стороны институциональных инвесторов в 1990-е гг. изменили эту практику. Теперь большинство компаний, оценивая деятельность управляющих, учитывают стоимость внутреннего капитала о чем свидетельствует популярность таких методов оценки деятельности управляющих, как экономическая добавленная стоимость (вычет стоимости капитала, использованного управляющим, из прибылей, которые он создает, что вынуждает его относить издержки финансирования инвестиций на средства внутреннего потока денежной наличности). Следствием вышеописанного явилось значительное повышение среднего уровня доходов с активов компаний. В 1980 г. этот уровень упал до 5,7 %, но к 1996 г. он поднялся до приемлемой величины — 9,9 %<sup>20</sup>.

Повышение качества управления и соблюдение управляющими интересов инвесторов выгодно всем. Отсутствуют бесполезные траты. Инвесторы уверены в получении доходов, а следовательно, больше полагаются даже на тех управляющих, которых хуже знают, и доверяют им больше средств. Доступ к финансовым средствам расширяется.

Мы описали лишь несколько путей повышения доступности средств в результате финансовой революции. Этот краткий очерк не вместил многого — например, того, что теперь у физических лиц больше возможностей по управлению их средствами. За недостатком места мы не можем описать, как это произошло. Достаточно сказать, что здесь сыграли свою роль силы, сходные с вышеописанными: развитие экономической теории; расширение возможностей финансовых институтов по определению стоимости ряда экзотических инструмен-

тов, а также оценки и распределения их рисков; большая доступность своевременных и точных данных потенциальным клиентам; более высокая степень конкуренции, обеспечивающая более благоприятную конъюнктуру на финансовых рынках, появление в результате дерегуляции ряда новых институтов, более приспособленных к условиям финансовых рынков; суды, которые лучше знакомы с финансовой сферой и обеспечивают исполнение контрактов быстрее и более предсказуемо; более квалифицированные и информированные контролирующие органы (тем не менее они все не успевают в полной мере учитывать постоянное усложнение рынка)...

Мы можем еще долго рассказывать об изменениях в финансовой сфере. Но одновременно с финансовой революцией в странах с развитой экономикой происходили и другие изменения. Мы полагаем особенно важными два из них: рост уровня конкуренции и распространение новых технологий. Эти процессы были обусловлены увеличением доступности денежных средств и, в свою очередь, стали предпосылками изменений политического видения ситуации, что стало причиной, в частности, дерегуляции. Все это коренным образом изменило характер взаимодействия между капиталистом и наемным работником. Именно к этому вопросу мы сейчас и обратимся.

## **Распад вертикально интегрированных компаний**

Вертикально интегрированные компании занимали доминирующее положение в капиталоемких отраслях во время второй промышленной революции. Их доходы были высоки, поскольку принадлежащие им активы, торговые марки и даже льготы, предоставленные государством, обеспечивали им сильные позиции в американской промышленности — позиции, ставшие неуязвимыми, так как доступ к финансовым средствам был ограничен. Несмотря на антитрестовое законодательство, принятое для борьбы с этими монстрами, степень концентрации промышленности возростала вплоть до 1970-х гг. по причинам, которые мы рассмотрим далее<sup>21</sup>. Некоторые страны прове-

ли национализацию таких компаний, но это просто означало смену владельца-монополиста и не повлияло на политику компаний.

Определенные силы начали ликвидацию защитного кокона вертикально интегрированных компаний в 1970-х гг. Трудно установить точно, с чего все началось и как расширившийся доступ к финансам поддерживал эти силы и взаимодействовал с ними, но ниже мы приводим краткую интерпретацию того, что произошло.

### *Повышение уровня конкуренции*

Внешняя торговля чрезвычайно увеличила размеры рынка. Объем торговли США (сумма экспорта и импорта) в процентах к ВВП увеличился с 8 % в 1950 г. до более 26 % в 2000 г.<sup>22</sup> Увеличение объемов внешней торговли произошло не только в США, но и во многих других развитых странах. Компании, которые раньше были олигополистами с преимуществом первого игрока на своих маленьких внутренних рынках, теперь должны были добиваться этого силой на более крупном мировом рынке с высоким уровнем конкуренции.

С повышением открытости рынков вертикально интегрированные компании столкнулись с конкуренцией со стороны иностранных компаний, которые зачастую были организованы по-другому. Это создало ниши, которыми могли воспользоваться мелкие производители промежуточной продукции. Например, в конце 1980-х гг. штат «General Motors» составлял 750 тыс. человек, а объемы производства — 8 млн автомобилей, в то время как штат «Toyota» составлял всего 65 тыс. человек, а объемы производства — более чем 4,5 млн автомобилей. Несомненно, «Toyota» функционировала более эффективно, но причина столь поразительного различия в соотношении работников и объемов производимой продукции заключалась также в гораздо более высокой степени вертикальной интеграции «General Motors». Напротив, «Toyota» на промежуточных этапах производства традиционно привлекала к работе другие компании. Когда такие компании, как «Toyota», начали производство в США, они использовали несколько независимых американских предприятий-поставщиков для своих заводов, расположенных в США. Поставщики были готовы осуществлять

крупные инвестиции, поскольку честность японских компаний в отношениях с поставщиками стала широко известна еще до их выхода на международный рынок. Производство промежуточной продукции стало прибыльным.

Конкуренция также подчеркнула нежизнеспособность некоторых элементов производственной цепочки вертикально интегрировавшихся компаний и создала внутреннее давление, что стало причиной определенных изменений. Когда вертикально интегрированные компании конкурировали только между собой, каждому отдельному подразделению компании было трудно оценить эффективность своей деятельности. Когда же начали процветать производители промежуточной продукции, компании, входящие в вертикально интегрированную группу, смогли сравнить свою производительность с внешними компаниями. Рентабельные подразделения вертикально интегрированных компаний начали отдавать себе отчет в том, что подразделения с низкой производительностью создают для них помехи. Вертикально интегрированная компания, производительность которой не достигала оптимального уровня на каждом этапе производства, сталкивалась с гораздо более жесткой конкуренцией со стороны фирм с более низкой степенью интеграции, которые сотрудничали с лучшими поставщиками. Осознавая необходимость обеспечения высокой производительности в масштабах всей компании, рентабельные подразделения требовали перехода на более качественную продукцию внешних поставщиков. Некоторые управляющие рентабельных подразделений стремились к полной независимости, предлагая выкупить контрольный пакет акций своего предприятия, чтобы освободиться от головной компании. Они отказывались работать в темпе самого нерентабельного подразделения, постоянно предоставляя ему субсидии. Структура вертикально интегрированных групп разрушалась изнутри.

Наконец, конкуренция размыла некоторые из преимуществ вертикально интегрированных корпораций. Режим функционирования крупных корпораций был эффективен только в условиях стабильности, когда основное внимание уделялось снижению издержек крупномасштабного производства (вспомним известную фразу Генри Форда: «Можно выбрать цвет «Модели Т» по желанию — при условии, что



это черный»). Но конкуренция вынудила компании постоянно выяснять новые нужды потребителей и искать способы их использования; серьезное значение приобрели умение адаптироваться и гибкость. Крупные организации с громоздким управленческим аппаратом с трудом приспосабливались к стремительным изменениям<sup>23</sup>.

### *Технология и масштаб*

Технологические изменения также оказали определенное давление на вертикально интегрированные корпорации. В 1960—1970-х гг. были разработаны новые производственные технологии: использование компьютеризированных станков с числовым программным управлением, роботов, гибких производственных систем и др.<sup>24</sup> Гибкость этих технологий дала производителям промежуточной продукции возможность отказаться от выполнения крупных заказов одного клиента. Независимость стала менее рискованной. Более того, в условиях гибкой производственной системы для выполнения определенного набора задач требовалось меньше оборудования. Исследования показывают, что средний размер заводов в отраслях, где применяются гибкие производственные системы, уменьшился быстрее, чем в других отраслях<sup>25</sup>. Уменьшение масштабов производства, в том числе промежуточной продукции, еще более снизило барьеры создания и финансирования таких предприятий.

Развитие информационных технологий снизило затраты на обмен информацией с внешними организациями, облегчило передачу спецификаций, а также процедуру сбора заявок и принятие решений по ним, что резко уменьшило издержки на заключение сделок с другими компаниями. В то же время уменьшилась стоимость обеспечения связи внутри компании, что позволило увеличивать размеры компании, не теряя эффективности производства. Однако исследования демонстрируют следующую общую тенденцию: использование информационных технологий в производственном секторе коррелировало с меньшим размером средней компании<sup>26</sup>.

Технология также сделала избыточными некоторые активы, которые до тех пор давали старым игрокам относительное преимущество.

Рассмотрим недавнюю историю фирм звукозаписи<sup>27</sup>. В начале 2000 г. в индустрии звукозаписи функционировало четыре крупных компании, которые обеспечивали 80 % продаж на рынке. Совсем недавно, в 1998 г., таких компаний было шесть. Повышение концентрации отрасли парадоксально не является результатом использования возрастающей отдачи от масштаба. Отвечая на вопрос о том, было ли слияние звукозаписывающих подразделений «Time Warner» и «EMI» направлено на монополизацию отрасли, президент «Time Warner» сказал: «Возможность занять монопольную позицию постепенно размывается с уменьшением барьеров перед появлением новых игроков»<sup>28</sup>. Конечно, помня об антимонопольных органах, он не мог ответить на вопрос утвердительно, но определенная доля истины в его высказывании есть.

Чтобы разобраться в этом, рассмотрим основные функции звукозаписывающей компании. Они должны искать музыкантов, изготавливать кассеты или компакт-диски, распространять и сбывать их. Исторически мелкие фирмы находили музыкантов, а затем передавали их крупным фирмам, когда те добивались успеха, поскольку крупные игроки экономили благодаря масштабам производства в трех других областях деятельности. Однако интернет изменил расстановку сил. Звукозаписывающей компании больше не нужно производить кассеты и компакт-диски, а затем распространять их через тысячи розничных торговых точек — достаточно всего лишь хранить музыку на своем сайте, предоставляя возможность скачивать ее за определенную плату. Это полностью меняет функции производства и распространения и делает экономию от масштаба несущественной. Что касается последней функции — сбыта, затраты интернет-лейбла на поиск людей, которые интересуются определенным музыкальным брендом, через электронную почту и интернет гораздо ниже, чем у крупной компании, владеющей реальными, а не виртуальными розничными магазинами. Председатель совета директоров «Warner Music» сказал: «Традиционное распространение продукции, очевидно, теряет свое значение. Дистрибьюторские сети, по сути, были единственным достоянием звукозаписывающих компаний»<sup>29</sup>.

Конечно, последнее высказывание является некоторым преувеличением, как и любое опасение или надежда, связанная с интернетом.

Общий тезис, однако, состоит в следующем: крупные фирмы до недавнего времени имели преимущество в обслуживании крупного рынка и, таким образом, могли с выгодой для себя использовать весьма специализированные ресурсы. Когда гибкая современная технология дает мелким фирмам возможность дублировать специализированные ресурсы старых игроков (например, систему распространения продукции) с низкими издержками, основные преимущества крупных фирм исчезают. Таким образом, технология помогает уравнивать шансы крупных и мелких компаний на успех.

### *Повышение мобильности наемных работников*

Повышение уровня международной и внутренней конкуренции, появление технологий, способствующих развитию мелких фирм, и расширение доступа к финансовым средствам полностью изменили динамику занятости в частных компаниях. В прошлом квалифицированный управляющий или рабочий были фактически прикованы к своей компании — найти работу вне нее практически не представлялось возможным. Ближайшей альтернативой была другая интегрированная компания — обычно с другой корпоративной культурой, другими стандартами, другими, специализированными, производственными методами. Сейчас, когда все больше поставщиков промежуточной продукции добиваются успеха и процветания, интегрированным компаниям приходится реструктурировать производственные процессы, чтобы при необходимости прибегать к услугам внешних поставщиков. После того, как производственные процессы в разных компаниях стали более схожими, у менеджеров больше шансов сменить работу. В то же время, с повышением гибкости производственных методов, нужда в переквалификации во многом отпала, поскольку одни и те же технологии используются совершенно разными компаниями.

Сегодня в США средний наемный работник с 18 до 34 лет сменяет 9 мест работы<sup>30</sup>. Конечно, некоторые из них изначально предполагаются временными, что свойственно для молодых, но даже с 30 до 34 лет средний работник сменяет 2,4 рабочих места. Чтобы понять,

насколько такая мобильность вызвана описанными нами изменениями, мы должны понять, была ли в прошлом мобильность наемных работников ниже (забудем о своем впечатлении, что у наших отцов была только одна работа). Собственно говоря, немного говорит в пользу того, что общая доля наемных работников со стажем работы на одном месте, не превышающим одного года, в целом увеличилась, по крайней мере, за период с 1973 по 1996 г. Но увеличение доли работников с менее чем десятилетним сроком пребывания в должности, особенно среди людей старше 40 лет и особенно в 1990-е гг., действительно произошло<sup>31</sup>. Иными словами, мобильность работников с наивысшей степенью специализации, которые в прошлом были сильнее всех прикованы к своим нанимателям, действительно повысилась.

Доступ к денежным средствам также расширил возможности управляющих и квалифицированных работников, предоставив им возможность начать собственное дело, бесценными ресурсами для которого могут стать идеи, опыт и сослуживцы со старых рабочих мест<sup>32</sup>. Возможность начинать не с нуля воистину является преимуществом: «Intel», одна из наиболее передовых и прибыльных компаний нашего времени, была основана в 1968 г. Гордоном Муром и Робертом Нойсом и несколькими их подчиненными, потому что они сочли, что их компания-работодатель, «Fairchild Semiconductors», игнорирует важные новые технологии<sup>33</sup>. Нойсу потребовался лишь один телефонный звонок, чтобы привлечь средства, и к 1971 г. компания стала открытой, а во время написания этой книги уровень ее рыночной капитализации почти достиг 200 млрд долл. «Intel» не исключение. Около 71 % компаний, входящих в «US Inc 500» (рейтинг молодых быстрорастущих компаний), было основано людьми, которые продублировали или усовершенствовали идею, позаимствованную на предыдущей работе<sup>34</sup>.

Стремление к предпринимательству все шире распространяется среди населения. С 1974 по 1996 г. доля владельцев частных компаний в общем числе занятых в США (без учета сельского хозяйства) начала увеличиваться — спад, длившийся в течение века, прекратился. Эта доля возросла с 8,2 до 11,4 % — поразительный рост почти в 38 %<sup>35</sup>! Данная тенденция наблюдается и в других развитых странах, причем как среди мужчин, так и среди женщин.

### *Сокращение размеров компании*

Повышение уровня конкуренции, технологическое развитие и расширение доступа к финансовым средствам уменьшило преимущества крупных вертикально интегрированных компаний. Таким образом, мы должны предположить, что размеры крупнейших компаний сократились, и это действительно так. Доля сотрудников компаний, входящих в рейтинг «Fortune 500» (список крупнейших американских компаний), в общем числе занятых в производстве сократилась с 79 % в 1975 г. до 58 % в 1996 г. Их доля в общих поставках продукции снизилась с 83 до 75 %<sup>36</sup>.

Сравнительно более медленное снижение объемов поставок относительно занятости, возможно, вызвано тем, что компании заключают больше подрядов с другими фирмами. В 1990-х гг. компания «General Motors» перешла на организационную модель «Toyota» и стала закупать промежуточную продукцию вместо того, чтобы производить ее. Несмотря на то, что начиная с конца 1980-х гг. «General Motors» организовал ряд новых производств, в 2001 г. штат компании составлял всего лишь 362 тыс. сотрудников (по сравнению с 750 тыс. в 1989 г.), а объемы производства автомобилей — 8,5 млн штук (по сравнению с 8 млн в 1989 г.)<sup>37</sup>.

Возможно, самым радикальным образом размеры штата «General Motors» сократило отделение компании «Delphi», производящей автозапчасти, в 1999 г. Штат компании составлял порядка 200 тыс. сотрудников, а его прибыли превышали 30 млрд долл. Что интересно, разделение приветствовало руководство и «General Motors», и «Delphi». Объявляя о разделе, председатель совета директоров «General Motors» Джон Смит сказал: «Долгое время компания «General Motors» преуспевала, будучи самодостаточной. Мы совершаем важнейший шаг на пути к ограничению вертикальной интеграции. Сегодня вертикальная интеграция невыгодна. Мы собираемся повысить эффективность своей деятельности и сосредоточиться на нашем ключевом бизнесе — производстве легковых и грузовых автомобилей».

Президент «Delphi» Дж.Т. Баттенберг отметил, что независимость даст «Delphi» возможность стать более гибкой и лучше взаимодействовать с конкурирующими производителями автомобилей, до того обеспокоенными связью «Delphi» с «General Motors». Компания также получила возможность использовать свои акции для стимулирования своих сотрудников и финансирования экспансии на мировой рынок, что сделало «Delphi» «чрезвычайно серьезным конкурентом»<sup>38</sup>.

Тенденция к уменьшению размеров организации наблюдается и в других отраслях. Доля наемных работников в крупных компаниях в США резко сократилась с 1967 по 1985 г.<sup>39</sup> Доля работников, занятых в частном секторе, в компаниях с численностью персонала более 1 000 человек снизилась на 13 % с 1967 по 1973 г. и еще на 18 % с 1974 по 1985 г. Аналогичным образом снизилась доля занятых в компаниях со штатом от 250 до 999 сотрудников. Что интересно, тенденция к занятости в небольших фирмах особенно проявляется в производственном секторе. В секторе услуг, напротив, более двух третей отраслей, проанализированных за этот период, продемонстрировали рост занятости в крупных компаниях.

Резкое сокращение среднего размера компании, на первый взгляд, трудно увязать с ежедневными объявлениями о мегаслияниях в средствах массовой информации. Некоторые исследования действительно свидетельствуют о том, что по некоторым показателям средний размер компании в США увеличился в результате слияний 1990-х гг.<sup>40</sup> Тем не менее это не повлияло существенно на устойчивую тенденцию к сокращению размеров компаний, наблюдаемую с середины 1970-х гг. Как бы сильно мы ни хотели верить в то, что наше время — это эпоха мегакорпораций, мы ушли от нее, по меньшей мере, на несколько десятилетий.

Теперь попробуем на основе данных о распаде крупных вертикально интегрированных корпораций дать прогноз об изменениях данной сферы в будущем. Для этого нам требуется представлять себе модель взаимодействия работника и работодателя в прошлом, в чем нам помогут недавние исследования по экономике компаний. Именно к этому мы сейчас и обратимся.

## Теория ключевых ресурсов и новые корпорации

Экономисты, изучающие компании, часто задавались вопросом, который мог бы показаться совершенно невинным, но на самом деле является центральной загадкой данной области знания: «Чем наемный работник для владельца компании отличается от бакалейщика?» Давайте разберемся<sup>41</sup>. Хозяин платит своему сотруднику за то, что тот на него работает, а бакалейщику — за его товары. Мы, однако, считаем, что у владельца фирмы больше власти над наемным работником, чем над бакалейщиком. Единственный очевидный источник его власти — это деньги: заработная плата для наемного работника и цена на товары бакалейщика. Где источник дополнительной власти?

Ответ, очевидно, заключается в характере отношений между владельцем компании и наемным работником и средств, которыми владеет первый. Если работник — временный, нанятый на день, а рабочих мест вокруг достаточно, тогда он практически в том же положении, что и бакалейщик. Если владелец фирмы не выплачивает ему жалование или требует работать больше, чем предусмотрено контрактом, работник не будет предоставлять свои услуги — точно так же, как и бакалейщик откажется обслуживать клиента, если требования последнего будут чрезмерны.

Но если наемный работник работает на одну компанию в течение определенного времени, он приобретает специализацию относительно активов компании — ее оборудования, патентов, баз данных и программного обеспечения, на которых основаны ее производственные процессы, привыкает к ее административной организации и к сослуживцам. Таким образом, источник дополнительной власти хозяина компании — принадлежащие ему *ключевые ресурсы*, на которые сотрудник привыкает полагаться и которые повышают продуктивность его работы<sup>42</sup>. Когда владелец увольняет сотрудника, он лишает его не только заработной платы, но и определенной части созданного им человеческого капитала. В отличие от наемного работника, у бакалей-

щика (обычно) меньше человеческого капитала, связанного с отношениями с клиентом, и перспектива «увольнения» меньше его заботит.

Очевидно, что отношения власти не являются односторонними. Уволенного сотрудника требуется заменить, заполнив образовавшуюся дыру в рабочем процессе. Таким образом, наемный работник обладает «компенсирующей» властью в зависимости от того, сколько времени займет адаптация взятого на замену работника. Следовательно, распределение власти в отношениях работодателя и работника зависит от двух вопросов: насколько работодателю просто заменить конкретного сотрудника, и насколько работнику просто сменить место работы? Чем сложнее заменить работника и чем проще ему воспроизвести привычную рабочую обстановку на новом месте, тем в большей степени баланс сил смещен в сторону наемного работника.

До сих пор, однако, мы рассуждали в рамках упрощенной модели. Как любая модель, она не отражает все аспекты реальной ситуации, однако таким образом она помогает нам вычленить скрытый источник власти в крупной вертикально интегрированной корпорации. Производственные процессы вертикально интегрированной корпорации структурированы и уникальны. Большинство работников было обучено только одной операции, входящей в производственный процесс. Поскольку степень стандартизации продукции была низкой, навыки работников было сложно применить в другой корпорации. Поэтому они не могли много предложить работодателю, в особенности потому, что компания обеспечивала внутреннюю конкуренцию за рабочие места. Некоторые работники были ответственны за гораздо большую часть производственного процесса, но их навыки также было непросто применить на конкурирующих производствах. Более того, лишь немногие компании не были интегрированными, и поэтому новое предприятие по производству промежуточной продукции не получало большого рынка сбыта. Таким образом, менеджеры, уходящие с работы, чтобы основать новое предприятие в той же отрасли, не имели очевидных ниш, которые они могли бы занять. Если их намерения были достаточно серьезными, им приходилось привлекать столько средств, сколько требовалось для организации полностью интегрированного предприятия. Однако на старом рабочем месте у них не было



возможности скопить значительное состояние, приобрести определенную репутацию или обзавестись необходимыми связями, поэтому финансисты не проявляли к ним интереса.

Короче говоря, у наемных работников было мало возможностей вне компании. Поскольку уровень конкуренции на товарных рынках был низким, компаниям не было нужды поощрять своих сотрудников к инновациям; производственный процесс организовывался таким образом, чтобы большая часть операций были шаблонными: работники не только имели мало внешних возможностей, но и были заменимыми.

Таким образом, ключевым ресурсом в крупной вертикально интегрированной компании являлся не человеческий капитал ее сотрудников, но ее отчуждаемые активы — имущество, завод, оборудование, торговые марки и патенты, — которые, будучи оплаченными, обеспечивали компании неуязвимую позицию на рынке. Владельцы и топ-менеджмент могли осуществлять свою власть над работником просто потому, что закон предоставлял им контроль над доступом к этим активам, и они могли отделить работника от них чуть ли не собственным произволом (что, возможно, объясняет, для чего потребовалось трудовое законодательство). А поскольку право собственности на неодушевленные активы было основным источником власти, размер вертикально интегрированной корпорации практически ничем не ограничивался. Владея своими заводами, Генри Форд с успехом управлял обширным аппаратом корпорации и обладал огромным авторитетом у рабочих, которых он никогда не видел. Ему не нужно было прикладывать усилий к тому, чтобы заработать этот авторитет.

Поскольку финансовые средства стали гораздо более доступными, а конкуренция снизила минимальный масштаб производства, необходимый для входа на рынок, «внешние возможности» наемных работников улучшились кардинальным образом. Шансы начать свое дело, «копируя» активы бывшего работодателя, повысились. Распад вертикально интегрированных корпораций также привел к повышению уровня стандартизации и универсализации навыков наемных работников. Повышение уровня конкуренции означало, что шаблонность работы перестала быть обязательным условием. Вместо этого для повышения производительности и творческих возможностей компании трс-

буется поощрять сотрудников к инновациям. Теперь наемные работники представляют собой важные активы, которые повышают эффективность производственного процесса; они больше не высиживают часы, занимаясь рутинной работой. Баланс власти смещается в сторону наемного работника.

В результате повышения важности навыков работника, в частности, увеличилось количество должностей, связанных с управлением. В 1983 г. как менеджеры были квалифицированы 10,6 % занятых граждан США, а в 2000 г. — 14,6 %. Напротив, в 1983 г. 16 % занятых были классифицированы как «операторы, производители продукции и рабочие», а к 2000 г. их количество снизилось до 13,5 %<sup>43</sup>. Сегодня мы все станем менеджерами!

Эти статистические данные по экономике в целом показывают не просто перемещение рабочих мест из низкоквалифицированных отраслей в высококвалифицированные. Даже внутри отраслей — например, в банковском секторе — доля рабочих мест, занимаемых выпускниками колледжей, в последние два десятилетия значительно возросла. Доля работы, которой занимаются кассиры — наиболее рутинная должность, — в банковском секторе устойчиво снижается<sup>44</sup>.

Одно из возможных объяснений — повышение степени автоматизации в банковской деятельности (или, на жаргоне, «технологический сдвиг, сопряженный с приобретением дополнительных навыков»). Но автоматизация может с тем же успехом снизить уровень требуемой квалификации — что демонстрирует пример кассового аппарата в «McDonalds», на котором имеются картинки с изображением имеющихся в наличии товаров; таким образом, официанту не нужно уметь читать или считать.

Есть и другое объяснение: изменение банковской стратегии было обусловлено конкуренцией. В прошлом основным банковским активом во многом была их способность привлекать средства с внутренних депозитов с низкими издержками и предоставлять кредит под хороший процент заемщикам, у которых не было особого выбора. Внешние компании могли получить этот актив, приобретая разрешение на осуществление банковской деятельности. А контроль топ-менеджмента над этим активом давал им власть над сотрудниками банка. Возьмем, на-

пример, сотрудников кредитных отделов. Их квалификация по оценке кредитоспособности имела некоторое значение, но сравнительно с возможностью распоряжаться банковскими средствами оно было несущественным. А наличие нормативных ограничений конкуренции означало, что конкурирующих банков в одном регионе было немного и возможности сотрудника кредитного отдела сменить работу были ограничены.

Дерегуляция дала банкам возможность открыть больше филиалов и отменила «потолки» процентных ставок. Технологический сдвиг позволил вкладчикам взаимодействовать с удаленными в пространстве банками через банкоматы или по телефону. Такие новые институты, как кредитные агентства, отменили монополию банков на информацию по кредитоспособности клиентов. В целом все эти изменения значительно ослабили связь между местным банком и его вкладчиками или заемщиками. В условиях конкуренции обесценился ключевой актив владельцев банков — их монополия на клиентов. Банкам пришлось искать способы повышения своей продуктивности, и ключом здесь стали наемные работники.

Со стороны розницы это означало автоматизацию такой рутинной работы, как предоставление чекового счета, запросы по балансу счета и работа с клиентами, которым требуются данные услуги. Но это также означает, что нужно обращать больше внимания на то, какие клиенты выгоднее, и предоставлять им ряд услуг под высокие проценты: например, внутренний заем капитала, помимо базового чекового счета, за которым они обращаются в банк. Поскольку все банки предлагают сходные услуги, сотрудник, контактирующий с клиентом, очень важен, поскольку он должен оценить платежеспособность клиента и осуществить требуемые продажи, приводя предоставляемые банком услуги в соответствие с нуждами конкретного клиента. Сотрудники, которые осуществляют такие перекрестные продажи, не могут иметь квалификацию кассиров прошлого, немногие из которых имели законченное среднее образование. Эти новые работники должны иметь достаточный уровень образования для того, чтобы понимать ассортимент услуг, уметь составлять индивидуальные пакеты услуг и обладать хорошими манерами и тактом, чтобы хорошо обслуживать клиентов<sup>45</sup>. Эти должности — сотрудник по связям с клиентами или

консультант по банковскому счету — являются управленческими (даже если у конкретного сотрудника нет подчиненных), и обычно их занимают выпускники колледжей. Таким образом, рутинные аспекты работы кассира были в основном переданы машинам, а количество неформальных аспектов увеличилось, что создало совершенно новую должность.

Аналогичным образом, со стороны опта, в условиях постоянно возрастающего уровня конкуренции и числа игроков на рынке сотрудник кредитного отдела, вместо того, чтобы просто регулировать поток денежных средств, должен разрабатывать новые подходы к структурированному финансированию, чтобы привлекать корпоративных клиентов. Сделки на основе инноваций и соответствия требованиям конкретного клиента — источник больших прибылей, нежели просто предоставление займов, ставшее товаром широкого потребления. Собственно говоря, и здесь машины, использующие кредитно-оценочные модели, взяли на себя большую часть рутинной работы по предоставлению займов.

Короче говоря, человеческий капитал сотрудников банка, и в отношении создания ими отраслевого знания, и в отношении их взаимоотношений с клиентами, стал важным источником создания стоимости коммерческими банками. Это значительно увеличило власть тех, кого еще не заменили машинами. Сотрудник, непосредственно контактирующий с клиентом и завязавший с ним определенные личные отношения, имеет важный козырь в переговорах с банком-работодателем по вопросу о зарплате. Банки, которые попытались вынудить своих сотрудников предоставить информацию об отношениях со своими клиентами в другие отделы банка, чтобы можно было осуществлять «перекрестную продажу» большего числа услуг, часто сталкивались с неявным саботажем или с тем, что сотрудники уходили, уводя за собой клиентов. Более сообразительное банковское руководство вначале сидело со своими сотрудниками за стол переговоров, чтобы обсудить совместные отношения с клиентами и гарантии «прав собственности» сотрудников<sup>46</sup>. В прошлом такие переговоры были не нужны.

Переход некоторых работ из квалифицированных в неквалифицированные, автоматизация, а также усложнение навыков, требуемых

для выполнения многих других работ демонстрируют растущий «возврат к квалификации». В США различие в зарплате работников с высшим образованием, с одной стороны, и средним образованием — с другой, постоянно увеличивается, начиная с 1980-х гг.<sup>47</sup> Пытаясь объяснить данную тенденцию, многие эмпирики перешли от простых доводов спроса-предложения к тому же утверждению, что и мы: наиболее вероятное объяснение заключается в том, что зависимость компаний от человеческого капитала повысилась<sup>48</sup>.

## **Изменение структуры отношений между владельцами и работниками**

Конкуренция и доступ к финансовым средствам сделали более важной роль работника и расширили его возможности, изменив баланс сил внутри компаний. Единственным самым серьезным вызовом для владельцев или администрации компании сегодня является управление в условиях меньшего авторитета. Авторитет приходится зарабатывать, убеждая менеджеров низшего звена и работников, что их рабочее место привлекательно и терять его не стоит. Чтобы добиться этого, руководство компании должно обеспечить хороший доход от работы, преемственность служебных обязанностей и установление прочных связей сотрудников друг с другом и между сотрудниками и руководством. Акцент на более мягкое, «бархатное» управление компанией в недавно вышедших книгах по менеджменту имеет под собой определенные основания.

Вертикально интегрированным компаниям прошлого требовались многоступенчатые переукомплектованные иерархии, чтобы осуществлять контроль и создавать стимулы для менеджеров низших звеньев. Когда компании начали уменьшаться, а у менеджеров появилось больше внешних возможностей, нужда в таких принципах организации отпала. Собственно говоря, сейчас они могут принести вред. Снова взглянем на сотрудника кредитного отдела в сегодняшнем банке. Каждый такой сотрудник, в каком бы регионе страны он ни находился, имеет доступ к одним и тем же базам данных, содержащим объек-

тивную информацию о клиентах — их доходах, принадлежащих им активах, их кредитной истории. Сотрудник может сделать дополнительный шаг — встретиться с клиентом и собрать о нем субъективную информацию, которая не попадает в базы данных: о силе рукопожатия руководителя компании-клиента, о том, уважают ли и доверяют ли ему его сотрудники... Но в итоге сотрудник кредитного отдела должен получить разрешение на выдачу займа, следовательно, он отправляет свой доклад руководству. Отчасти в силу того, что передача субъективной информации в рамках многоступенчатой иерархии затруднена (как можно доложить о силе рукопожатия исполнительного директора?), некоторые банки полностью ликвидировали целые уровни среднего звена, делегировав еще большие полномочия тем сотрудникам, которые непосредственно взаимодействуют с клиентами. Организации стали менее централизованными и более компактными<sup>49</sup>.

Тому есть еще одна причина. Когда ослабла централизованная система управления и контроля, развившаяся из собственности на неодушевленные активы, топ-менеджмент больше не мог осуществлять удаленный контроль. Управляющим приходилось или находиться в гуще событий, или отдавать власть другим.

Рассмотрим, например, деятельность торгующей облигациями группы, принадлежащей «Salomon Brothers», в конце 1980-х — начале 1990-х гг. В ее штате состояли чрезвычайно талантливые трейдеры и «гениальные ученые» (ученые со степенью Ph.D., которые использовали математические модели для выявления аномалий финансового рынка, с которых компания могла получить прибыль). Они обеспечили «Salomon» огромные прибыли. Но, помимо своего капитала и названия, компания немного могла им дать. Как мы уже отмечали, появилось множество источников капитала, поэтому способность «Salomon» осуществлять контроль над группой ослабевала, и пришлось платить огромные зарплаты и премии просто для того, чтобы удовлетворять сотрудников.

В 1991 г. неудачная попытка осуществить спекулятивную скупку на аукционе облигаций Казначейства США, предпринятая одним из членов группы, стоила «Salomon» огромных убытков и запятнала репутацию компании. Но даже увольнение руководителя группы Джона

Меривезера не оказало длительного воспитательного эффекта. С течением времени ряд талантливых трейдеров, обеспечивавших 87 % прибылей «Salomon» с 1990 по 1993 г., покинули компанию и присоединились к новому предприятию Меривезера — фонду «LTCM»<sup>50</sup>. Фонд, расположенный в городе Гринвич штата Коннектикут, стал известен как «Salomon North» на вполне достаточных основаниях. Связи человеческого капитала оказались гораздо прочнее, чем связи собственности — этого не понял тогдашний руководитель «Salomon»<sup>51</sup>.

На самом деле, группа, торгующая облигациями, была частью «Salomon» только по названию. Она просто арендовала площади, название «Salomon» и капитал, в качестве арендной платы предоставляя часть своих доходов. Группой успешно руководил Меривезер, а не администрация инвестиционного банка. Меривезера уважали сотрудники группы; со временем он стал ключевой фигурой в ее работе и, следовательно, в создании ею стоимости. Как только его человеческий капитал стал основным залогом бесперебойного функционирования группы, в принятии ли инвестиционных решений или в разрешении межличностных конфликтов, он получил власть над группой.

Таким образом, власть все в большей степени принадлежит талантливым, харизматическим личностям, которые удерживают вместе группы людей, а не анонимным владельцам компаний, единственным ресурсом власти которых является их капитал, или анонимным же топ-менеджерам, которые обитают на верхних этажах офисов и редко общаются со своими сотрудниками<sup>52</sup>. Руководители, которые это понимают, отдают себе отчет в том, что они должны гораздо активнее участвовать в такой деятельности, как организация рабочего процесса, создание стимулов и управление межличностными отношениями, чтобы лучше организовать своих сотрудников. Все вышеперечисленное требует глубокого знания ситуации «снизу»: топ-менеджеры должны спуститься с небес на землю, если не хотят потерять власть.

## Право интеллектуальной собственности — снова дежа-вю?

Когда финансовая система упростила дублирование многих традиционных неодушевленных корпоративных активов, корпорации стали искать способы создания таких новых активов, которые трудно было бы воспроизвести, и таким образом получить новую власть. В частности, с увеличением значения знаний, сетей и новых способов заключения сделок с клиентами участились попытки запатентовать все вышеперечисленное.

В последние годы компания «Dell Computers» имела чрезвычайный успех — не потому, что персональные компьютеры ее производства были гораздо лучше, чем продукция других производителей (персональные компьютеры по сути являются товаром широкого потребления), но потому, что компания внедрила систему сборки по заказу, которая оказалась значительно более эффективным методом производства. Сейчас «Dell» защищает свой метод ведения бизнеса большим количеством патентов<sup>53</sup>. Сегодня суды все с большей готовностью выдают патенты на общие идеи и методы ведения бизнеса, что заставляет предположить: в будущем развернется совершенно новый конфликт — между владельцами интеллектуальной собственности и наемными работниками.

Такую интеллектуальную собственность, как базы данных или программное обеспечение, зачастую гораздо труднее воспроизвести, чем физические активы, а если она защищена патентами, ее невозможно воспроизвести легально даже тем, у кого есть на это средства. Аналогичным образом, стоимость запатентованных сетей зависит от количества людей, «завязанных» в них (и предлагающих через них свои услуги). Когда сеть широко используется, она фактически становится монополией, поскольку ни одна другая сеть не обладает достаточной «ликвидностью», чтобы конкурировать с ней. Операционная система «Windows», разработанная «Microsoft», стала настолько популярной отчасти потому, что ее использует множество людей, кото-



рые удовлетворены ее работой. Что может предотвратить превращение этих труднозаменимых активов в ключевой ресурс, вокруг которого сформируются новые корпорации с многоступенчатой иерархией?

Однако есть существенная разница. В эпоху ускорения прогресса завод и оборудование вертикально интегрированной корпорации прошлого долгое время сохраняли стоимость, размываемую только в процессе обычной амортизации. Власть владельцев компаний, таким образом, размывалась медленно. Однако, инновации требуются для создания интеллектуальной собственности, и они же могут быстро ее разрушить (многие ли из нас помнят «Viscalac», распространенный стандарт электронных таблиц 1980-х гг.?). Если сеть перестает удовлетворять запросы своих клиентов, она может потерять ликвидность, и ее крах будет столь же стремительным, как и расцвет. В отличие от физических активов, активы новой эры должны постоянно обновляться, что требует творческой фантазии и тяжелого труда сотрудников фирмы. Во-первых, это означает, что сотрудников следует обеспечивать стимулами упорно работать. Это, естественно, ограничивает власть собственника. Во-вторых, пока средства на проведение модернизации доступны, всегда существует возможность, что такую модернизацию осуществит новый игрок, чьи знания или сетевые активы старых игроков устареют. Даже в том редком случае, когда этих сил недостаточно, следует утешаться тем, что в развитых странах редко соблюдают права собственности, которые полностью закрепощают общество. Но к этой теме мы вернемся позже.

## Резюме

В книге «Появление постиндустриального общества», написанной в 1973 г., социолог Дэниэл Белл предсказал будущее стран с развитой экономикой. Он утверждал, что зарождавшаяся тогда на рынке труда в развитых странах тенденция — переток рабочей силы из производственного сектора в сектор услуг — сохранится и такие сектора, как здравоохранение, образование и госслужба, с высококвалифицированными профессионалами и техническими работниками, заместят

обрабатывающие отрасли, большинство занятых в которых были неквалифицированными. Все это сбылось. В данной главе мы описали аналогичное явление, имевшее место в среде традиционных корпораций, когда они стремились приспособиться к более высокому уровню конкуренции, технологическим изменениям и большей доступности финансовых средств. Человеческий капитал замещает неодушевленные активы, становясь наиважнейшим источником потенциала компаний и стоимости. Крупные компании все более напоминают профессиональные партнерства и по своей организационной структуре, и по политике продвижения по служебной лестнице и оплаты труда.

Распространенное мнение, что крупные корпорации завоевывают мир, просто неверно. Да, в последние годы число слияний резко увеличилось, отчасти потому, что появились новые рынки сбыта, но тенденция к уменьшению размеров компаний является весьма устойчивой. Компании уменьшаются, потому что крупными корпорациями сложнее управлять, их труднее контролировать; более широкий доступ к денежным средствам разрушил их конкурентное преимущество — возможность финансировать новые вложения за счет внутренних средств.

Собственно говоря, рынок внутреннего капитала в крупных компаниях рассматривается скорее в аспекте пассивов, нежели активов. Средства, которые крупные фирмы вливают в неэффективно функционирующие бизнес-единицы, теперь видят все. Конкуренция и внутреннее давление вынудили компании заказывать у других фирм то, что они сами не могут сделать хорошо. Это не только создает больше возможностей для предпринимательства в обществе, но и повышает производительность общества.

Сегодня отношение руководства компании к наемным работникам стало гораздо менее авторитарным. Средние уровни управленческого аппарата, осуществлявшие только надзорные функции, упразднены. Даже несмотря на то, что политики подвергнули осуждению этот метод «уменьшения размеров» — якобы доходам придается больше значения, чем людям, но, несмотря на то, что некоторые сокращения были проведены, в общем, бездумно, в конечном итоге, на наш взгляд, компании стали лучше соответствовать экономическим реалиям. В таких компаниях меньше избыточных рабочих мест, а ос-

тавившиеся сотрудники имеют больше прав и обязанностей. Сокращение размеров компаний, по нашему мнению, является не демонстрацией власти владельцами корпораций, но, в конечном счете, отражением того, что они теряют власть и возможность контролировать компанию.

Улучшилось не только отношение работодателей к своим сотрудникам. Компетентные высококвалифицированные работники сегодня имеют гораздо больше возможностей. Обратной стороной повывисившейся мобильности сотрудников, конечно, является отсутствие гарантированной работы на всю жизнь, что было свойственно занятости в частном секторе в наиболее развитых странах поколение-два назад. Некоторые, особенно неквалифицированные или некомпетентные работники, готовы отказаться от сегодняшних более широких возможностей в пользу большей былой стабильности. Но для большинства большая стабильность означает более авторитарное руководство и меньшую свободу. Размеры заработных плат у разных категорий работников отличались меньше отчасти потому, что рыночная власть квалифицированных работников была меньше. Когда возможности снова расширились, тенденция к снижению заработных плат обратилась вспять, и зарплаты стали лучше отражать квалификацию рабочих. Справедливо ли это — это философский вопрос. Но с экономической точки зрения, гораздо лучше, когда зарплата отражает истинную стоимость ресурсов, что позволяет принимать верные решения по распределению средств и обеспечивать социальную стабильность другими средствами, не пытаясь сделать слишком многое посредством зарплат.

Наконец, изучая проблемы оплаты труда, трудно проигнорировать чрезвычайное повышение зарплат руководству крупных корпораций, которое пресса подает как неприкрытую, неистовую жадность. Высокую зарплату часто оправдывают перед акционерами необходимостью улучшения стимулов администрации компании повышать доходы акционеров. Тем не менее подтверждений тому, что высокая заработная плата побуждает менеджеров высшего звена работать лучше, почти нет<sup>54</sup>. Вместо этого, кажется, что огромные зарплаты отражают возросшее значение человеческого капитала. Компании много платят менеджерам в основном не для того, чтобы создавать стимулы (хотя подобная формулировка успокаивает акционеров), но потому, что ры-

нок труда не предоставляет топ-менеджерам альтернатив. В условиях, когда руководство компаний испытывает давление со стороны акционеров, одновременно пытаясь смириться с тем, что его авторитет среди сотрудников понизился, удерживать нужных менеджеров на рабочем месте становится все важнее. Мы не можем сказать, являются ли исключительные зарплаты исполнительных директоров последних лет чрезмерными (ретроспективная оценка непременно бы показала, что некоторым управляющим переплачивают очень сильно); некоторые «ручные» советы директоров продолжают платить своим председателям за феноменально плохую работу. Тем не менее общемировую тенденцию повышать зарплаты топ-менеджерам нельзя отнести просто на счет жадности или внезапного озарения о важности стимулов.

Некоторые статистические данные наилучшим образом подводят итог произошедших изменений: в 1929 г. в США 70 % доходов 0,01 % лиц, имеющих самый высокий заработок, приходилось на формы дохода, связанные с держанием капитала: дивиденды, проценты, рента. Богатые действительно были бездельниками. В 1998 г. зарплата и доходы от предпринимательства составили 80 % доходов 0,01 % лиц, имеющих самый высокий заработок, и только 20 % относились на счет капитала<sup>55</sup>. Если посмотреть на это с другой стороны, в 1890-х гг. богатейшие 10 % населения работали меньше часов, чем беднейшие 10 %<sup>56</sup>. Сегодня верно обратное. Богатые бездельники превратились в работающих богачей!

Вместо аристократии просто богатых мы движемся к формированию аристократии способных и богатых. Финансовая революция открывает двери аристократических клубов для всех. В этом отношении она абсолютно либеральна по духу. Вместо капитала она ставит в центр экономической деятельности человека, потому что, когда доступ к капиталу открыт, состояние зарабатывают с помощью квалификации, идей, тяжелого труда и, конечно же, удачи.

## ГЛАВА 4

# Темная сторона финансов

До сих пор мы воспевали достоинства свободных финансовых рынков. Неужели их развитие не имеет отрицательных сторон? Как насчет скандалов наподобие ситуации с «Enron», когда финансовые контракты на миллиарды долларов превращаются в никчемные бумажки? Могут ли цены на акции быть надежными индикаторами стоимости, если рынок NASDAQ в США в течение 1998—2001 гг. сначала создает, а затем теряет более 3 трлн долл. стоимости? Может ли финансовая либерализация принести пользу развивающейся стране, если в результате происходит банковский кризис, который снижает ВВП страны на 30 % и ввергает страну в экономический хаос на годы? Иными словами, следует ли нам уделить внимание и темной стороне финансов? Эту проблему мы рассмотрим в данной главе.

Обратимся к теме финансовых скандалов. Время от времени какой-либо финансовый институт рушится так стремительно, что у удивленной общественности возникает вопрос: «Значит, великолепные центральные офисы в центре города — это просто фасады карточных домиков, выстроенных шулерами?».

Хотя бизнес, связанный с управлением деньгами наверняка привлекает больше мошенников, чем прочие, участникам финансовых рынков это известно; они защищаются, уделяя больше внимания репутации и контролю риска, чем в других сферах предпринимательства. Доля недобросовестных игроков в финансовом секторе не сильно отличается от этой доли в реальном секторе. На каждый «Enron» находится такой «реальный» бизнес, как «Global Crossing», управляющим

которого удалось избавиться от собственных инвесторов посредством действий, чья законность в лучшем случае находится под вопросом.

Тем не менее в сложной ситуации финансовые компании обычно терпят крах гораздо быстрее, чем промышленные предприятия, и это объяснимо. Современная финансовая компания может создать или уничтожить стоимость с гораздо большей скоростью, чем промышленные компании. Возьмем, например, производные ценные бумаги. В чем-то они подобны динамиту. Как мы видели, они приносят огромную прибыль, если их правильно использовать. Но в руках некомпетентного или недобросовестного человека они мгновенно образуют такую дыру в бухгалтерском балансе, которую некомпетентному руководителю промышленного предприятия не создать даже за годы. 27 февраля 1995 г. обанкротился один из наиболее престижных английских инвестиционных банков — «Barings». На тот момент у него были феноменальные позиции по фьючерсам — виртуальные 27 млрд долл., в то время как его капитал составлял лишь 615 млн долл.<sup>1</sup> Банк сокрушил один-единственный трейдер, Ник Лисон. В первые два месяца 1995 г. Лисон потерял 890 млн долл., вдобавок к 270 млн долл., которые он потерял (скрыв это в отчетности) в течение предыдущего года. Такие крупные спекуляции были бы просто невозможны в производственной компании — или даже в условиях неразвитого финансового рынка.

Что еще больше осложняет ситуацию, участники финансовых рынков отдают себе отчет в том, что существуют возможности для мошенничества и предпринимают меры для защиты от него. Участники рынка долговых обязательств с крайней неохотой предоставляют долгосрочные займы финансовым компаниям, потому что знают, что платежеспособность финансовой компании может мгновенно измениться<sup>2</sup>. Они предпочитают давать очень краткосрочные займы, чтобы иметь возможность периодически проводить переоценку риска финансовой фирмы. И если появится хотя бы намек на неприятности, финансовая компания обнаруживает, что ее финансовые источники мгновенно иссякли, что только ускоряет ее крах. Инвестиционный банк «Salomon Brothers» чуть не разорился после того, как правительство начало расследование его попытки осуществить спекулятивную скупку на аук-

ционе облигаций Казначейства США. В 1991 г. банку пришлось продать активы на сумму более чем 50 млрд долл. в течение месяца, чтобы расплатиться с кредиторами. Если бы «Salomon Brothers» все-таки разорился, многие, без сомнения, усомнились бы в надежности бизнеса, который исчезает при малейшем намеке на нарушение закона.

Короче говоря, ликвидность, доступная на современных финансовых рынках, и короткие позиции, возможные при наличии новых инструментов, действительно увеличивают масштабы потенциального ущерба от неправомерного поведения управляющих<sup>3</sup>. Но участникам финансовых рынков это прекрасно известно: они осуществляют строгий контроль, чтобы ограничить такое поведение. Стремительный крах «Enron» или «Baring» после того, как мошенничество стало явным, в определенной степени демонстрирует, сколь большое значение участники финансовых рынков придают честности и самоконтролю, а не наоборот.

Конечно, крах таких компаний, как «Enron», заставляет предположить, что следует исправить некоторые недостатки, но всю финансовую систему на основе этого обвинять нельзя. Более серьезными являются проблемы, которые охватывают всю систему: например, когда цены на акции взлетают так, как будто их ничего не удерживает, а затем рушатся вниз, как будто в пропасть; или когда вся банковская система одержима кредитной лихорадкой — так что финансирование получает автор сколь угодно идиотского плана, а после следует крах, и даже наиболее кредитоспособные не могут получить кредит. Крах означает, что предшествующий ему бум был погоней за химерой. Если финансовый сектор создает или усиливает эти колебания, его следует обвинить, во-первых, в неправильном распределении ресурсов, а, во-вторых, в создании ненужного риска для рядовых граждан. Может ли финансовый рынок совершить феноменальную ошибку? И снижается ли вероятность такой ошибки в процессе его развития? Эти вопросы мы и рассмотрим в данной главе.

## Отклонения от реальной стоимости

Чтобы понять, ошибается ли финансовый рынок, нам следует знать, что подразумевается под его правильным поведением. Цена на акции компании должна отражать текущую стоимость потока выплат (дивидендов), которые компания осуществит в будущем, — что на жаргоне именуется «реальной стоимостью» акции. К сожалению, мы обычно не имеем точной оценки реальной стоимости, потому что не знаем, каковы будут доходы компании, а следовательно, дивиденды в будущем. Таким образом, нам, в общем случае, сложно определить, не ошибается ли фондовый рынок.

Однако бывают особые случаи, когда два разных финансовых актива завязаны на один и тот же основной поток дивидендов. Несмотря на то, что это, в общем, уникальные ситуации, они позволяют нам проверить закон одной цены — т. е., что два финансовых актива, завязанные на идентичные основные реальные активы, должны быть оценены одинаково<sup>4</sup>. Если этот закон не соблюдается, значит, мы должны поставить под сомнение действия рынка.

Рассмотрим следующий пример. В результате альянса «Royal Dutch» и «Shell» в 1907 г. нефтяной гигант «Royal Dutch/Shell» имеет два вида акций, которые завязаны на один и тот же поток денежной наличности — доходы «Royal Dutch/Shell». В соответствии с уставом корпорации, 60 % всех дивидендов и будущих выплат отходят акционерам «Royal Dutch», а 40 % — акционерам «Shell». Если бы у этих компаний было одинаковое число акционеров, 1 акция «Royal Dutch» предоставляла бы тот же объем дивидендов, что и 1,5 акции «Shell» (где  $1,5 = 60 : 40$ ). Таким образом, 1 акция «Royal Dutch» должна торговаться по той же цене, что и 1,5 акции «Shell». На практике же с 1980 по 1995 г. относительные цены на акции этих двух компаний в разное время отклонялись от паритета (от 35-процентного занижения до 10-процентного завышения теоретического отношения стоимости)<sup>5</sup>.

Примером еще большего видимого отклонения от закона одной цены явилось размещение на фондовой бирже акций компании «Palm



Computing», производителя цифровых записных книжек «Palm Pilot». 2 марта 2000 г. компания «3Com» предложила в широкую продажу 5 % своего пакета акций «Palm», сохраняя за собой 95 % пакета<sup>6</sup>, объявив при этом, что до конца года распределит оставшиеся у нее акции «Palm» между своими акционерами. Таким образом, акционеры «3Com» получили бы по 1,5 акции «Palm» на каждую принадлежащую им акцию «3Com». Даже при нулевой оценке стоимости всех прочих активов, принадлежащих «3Com» (что было бы неверно, поскольку каждая акция «3Com» стоила более 10 долл. наличными, не говоря о прочих прибыльных бизнес-единицах), цена на акции «3Com» не должна была быть ниже, чем цена акций «Palm», увеличенная в 1,5 раза. Фактически же после первого дня торговли рыночная стоимость одной акции «3Com» была на 63 долл. меньше, чем 1,5 акции «Palm». Иначе говоря, фондовый рынок показывал, что стоимость других бизнес-единиц, принадлежащих «3Com», составляла отрицательную величину в 22 млрд долл. — что невозможно в условиях ограниченной ответственности! Негативная оценка сохранялась более двух месяцев.

Подобные данные подрывают веру ученых в эффективность рынков. Эта вера основывалась на простом, но убедительном теоретическом рассуждении. Если ошибки рынка можно предсказать, то на этих ошибках легко заработать, покупая активы, которые систематически недооцениваются, и продавая переоцененные. Далее, поскольку масштаб операций на финансовых рынках легко увеличить, если эти ошибки систематически повторяются, трейдер может много раз использовать эту стратегию и заработать огромное состояние. «Если ты такой умный, то почему ты не богатый?» — этот обескураживающий вопрос стоит перед всяким, кто станет утверждать, будто обнаружил, что рынок неправильно оценивает некоторые ценные бумаги<sup>7</sup>. Пока тысячи умных финансовых менеджеров ищут способы повысить эффективность фондов, которыми они управляют, систематически неверная оценка стоимости, как в случае с «Shell» или «Palm», не должна длиться больше секунды — время, достаточное для того, чтобы заметить эту ошибку и начать торги на ее основе. Когда осуществляются такие операции — они называются *арбитражными* — цена на недо-

оцененные ценные бумаги растут, а на переоцененные — снижается. Таким образом, арбитражные операции устраняют возможность получить прибыль на ошибке и восстанавливают правильное отношение цен на две ценные бумаги.

Широко распространенная вера в эффективность рынка основывается не только на теоретических аргументах. В 1970-х гг. появились обширные данные, свидетельствующие о том, что систематически повторяющихся шаблонов поведения цен на акции, которые можно использовать, немного, так что в 1978 г. известный ученый отметил: «В экономике нет гипотезы, которая имела бы более надежную эмпирическую основу, нежели гипотеза эффективного рынка»<sup>8</sup>.

Большинство исследований, демонстрирующих эффективность рынков, с тех пор подверглись критике за неубедительность, но теоретические аргументы об арбитражных операциях все еще имеют смысл<sup>9</sup>. Как, в таком случае, мы можем объяснить такие аномальные явления, как «Royal Dutch/Shell» или «Palm»?

Один из возможных ответов таков: простые «безрисковые» арбитражные операции, которые учитывает теория, не всегда могут быть осуществлены на практике<sup>10</sup>. Рассмотрим «Royal Dutch/Shell». Трейдер не рискует потерять деньги, покупая недооцененные и продавая переоцененные акции, если он собирается держать и те, и другие акции бесконечно долго. Тем не менее, если трейдер должен закрыть свои позиции в конечный срок (продать то, что у него есть, и купить то, что необходимо) или даже получить оценку своей деятельности на основе рыночной стоимости своего портфеля в не очень отдаленном будущем, тогда ему грозит риск, что цены «Royal Dutch» и «Shell» станут различаться еще больше. Под угрозой потерь арбитражеры не рискнут приобретать большие позиции по этим акциям, даже если неверная оценка этих акций очевидна.

Это соображение подкрепляется практикой. Джон Меривезер основал фонд «LTCM» именно для осуществления арбитражных операций. Фонд выискивал ситуации, в которых, по его мнению, относительная цена двух финансовых инструментов отличалась от той, которая должна была бы установиться. Он покупал теоретически недооцененные ценные бумаги, продавал переоцененные и держал позиции до

тех пор, пока цены не сходились, получая с каждой подобной сделки небольшую прибыль — согласно одному из отчетов, всего лишь 0,67 цента на каждый вложенный доллар<sup>11</sup>. Конечно, таких небольших доходов было недостаточно для оплаты услуг всех финансовых гениев, работавших на фонд, поэтому фирма увеличила размер сделок за счет заемных средств. С 30 долл. долга на каждый доллар в ценных бумагах доходы на доллар в ценных бумагах составляли уже более приемлемую величину — 20 центов в год. На самом деле объемы заемных средств были еще больше, поэтому фонд объявил о 47 % доходов с ценных бумаг в 1995 г., 45 % — в 1996 г. и 17 % — в 1997 г. Это были очень неплохие доходы, учитывая, что фонд декларировал очень низкий уровень риска своих операций — настолько неплохие, что в 1997 г. фонд вернул ценные бумаги ряду своих вкладчиков, рассчитывая придержать большую долю доходов для внутреннего круга партнеров.

Но риск, на который шел фонд, уже вот-вот должен был проявиться. Большую часть сделок фонда в 1998 г. составляли продажи низкорискованных ценных бумаг Казначейства США и приобретение высокорискованных облигаций — на том основании, что рынок стал чрезмерно опасаться кредитного риска. К сожалению, сближению цен предшествовало их отдаление — особенно после российского дефолта 1998 г. Даже разрыв между «Royal Dutch» и «Shell» — позиция, которую брал фонд, — в то время увеличился.

В результате в течение первых трех кварталов 1998 г. фонд потерял почти 90 % своего капитала в ценных бумагах, только в августе потеряв 40 %. Когда начали появляться тревожные признаки, финансовые рынки стали сильнее давить на фонд, отказывая ему в предоставлении кредита и сделав покрытие позиций фонда более дорогостоящим. Спасла фонд группа банков при посредничестве Федеральной резервной системы (Нью-Йоркское отделение Федеральной резервной системы предоставило конференц-зал, где финансовые институты сформулировали условия спасения фонда). Позиции, которые держал фонд, в конце концов, совпали и принесли прибыль, но фонд как организация распался раньше.

Суть в том, что даже если степень риска арбитражной операции чрезвычайно низка, она может очень дорого обойтись осуществляющей

ее организации, если позицию нельзя поддержать неограниченным объемом ценных бумаг. Существуют пределы арбитражных операций, поэтому объем торговли, необходимый для того, чтобы неправильная оценка стоимости ценных бумаг исчезла, может и не быть достигнут, и цены могут отклониться от соответствующих реальной стоимости.

С минимальными изменениями вышеизложенное может объяснить, почему, казалось бы, вопиюще неверная оценка стоимости акций «Palm» не была быстро исправлена. Даже несмотря на то, что «ЗCom» установила дату распространения оставшихся акций «Palm» среди своих акционеров (чтобы в этот день каждый держатель акции «ЗCom» получил по 1,5 акции «Palm»), а арбитражеры знали, что они могли закрыть свои операции с прибылью в этот день, цены не совпали, потому что арбитражная операция не была полностью безрисковой. «ЗCom» объявила, что акции будут распределены в том случае, если Налоговое управление США постановит, что данная операция не будет облагаться налогами, акционеры «ЗCom» не имели гарантии того, что они получат 1,5 акции «Palm» в назначенный день. Даже минимальный шанс отказа со стороны Налогового управления создавал весьма серьезный риск для потенциального арбитражера, поскольку цена на акции «Palm» была подвержена большим колебаниям. В первый день торгов акции «Palm», изначальное открытое предложение которых составляло 38 долл. за акцию, открылись по цене 145 долл. за акцию и поднимались до 165 долл., прежде чем закрыться по цене 95 долл.<sup>12</sup> Идти против общей тенденции было слишком опасно! Однако 8 мая 2000 г., когда Налоговое управление США объявило благоприятный налоговый режим для данной операции, а «ЗCom» объявил его точную дату, профессиональные инвесторы могли бы закрыть разрыв без риска<sup>13</sup>. При наличии сообразительных инвесторов, готовых осуществить арбитражную операцию, возможность арбитража исчезла<sup>14</sup>.

Таким образом, теоретические аргументы в пользу эффективности рынка более уязвимы, чем кажется на первый взгляд. Если арбитражную операцию сложно осуществить, то цены могут отклоняться от базовых, не создавая безрисковых возможностей получения прибыли<sup>15</sup>. Но это предполагает, что отклонения цен на акции от базовых будут сохраняться долгое время.

Тот факт, что цены на акции могут отклоняться от базовых цен, не объясняет, почему так происходит. Почему некоторые инвесторы были готовы заплатить такую большую премию, чтобы приобрести акции «Palm» без посредников, вместо того, чтобы купить их через «3Com»? Как предположили двое наших коллег, «причиной могли быть либо неразумность, невежественность и институциональные ограничения, либо неразумные предпочтения<sup>16</sup>». Более традиционные экономисты, верящие в эффективность рынка, не исключали возможности того, что некоторые инвесторы поступают иррационально, но они полагали, что разумные арбитражеры не допускают отрицательного влияния таких вкладчиков на цены<sup>17</sup>. Но сегодня это уже нельзя считать доказанным.

Возможность возникновения препятствий, которые заставляют цены отклониться от соответствующей реальной стоимости в случае, если «наивные» инвесторы спровоцируют отклонение цен, подрывает основы представлений о том, что рынки все время эффективны. Это не означает, что цены всегда будут отклоняться от базовых. Но механизм, посредством которого будет осуществляться сближение, будет иным. Вместо того, чтобы подавить расхождения в зародыше, выправляя цены путем арбитража, профессиональные инвесторы могут полностью удовлетворить аппетиты наивных инвесторов, и после этого цены станут проще подтолкнуть назад, к базовой стоимости. Но на это может потребоваться много времени, в течение которого рыночные цены, по крайней мере в некоторых секторах, будут отклоняться от базовых. Это также может стать причиной значительного уменьшения стоимости, так как ресурсы последуют за ценами. Рассмотрим то, что многие сейчас обозначают термином «интернет-пузыри».

## Интернет-пузыри

В конце XX в. миллионы индивидуальных инвесторов, осознав, казалось бы, неограниченные возможности интернета, вложили деньги в акции интернет- и телекоммуникационных компаний. В результате цены резко возросли. С конца 1998 г. до февраля 2000 г. цены на акции ин-

тернет-компаний увеличились более чем в 5 раз относительно их начальной стоимости<sup>18</sup>. Крах был столь же стремительным. В начале 2002 г. стоимость многих акций, если они вообще были торгуемыми, составляла 1—2 % от их стоимости на пике. Многим этот эпизод напомнил «тюльпанное помешательство», охватившее Голландию в XVII в.

Ход событий в данных случаях был примерно следующим. Первоначальный успех нового вложения (возможности или инструмента) привлекает внимание неискушенных вкладчиков. Из-за новизны вложений им сложно определить разумную цену. Всегда можно состряпать правдоподобную историю, чтобы оправдать запрашиваемую цену. Следовательно, вкладчики продолжают покупать эти инструменты, даже если оценка прошедших событий показывает, что цены заметно превышали их реальную стоимость. Некоторые опытные вкладчики могут легко понять, что цены не соответствуют реальным, но они опасаются идти против общей тенденции, поскольку знают, что резкий наплыв менее искушенных вкладчиков может завysить цены еще больше.

На начальных этапах формирования пузыря нередко спрос на вложения (например, в акции интернет-компаний) настолько высок, что невозможно удовлетворить всех потенциальных вкладчиков, которые узнают от друзей и финансовых аналитиков о том, сколько те заработали<sup>19</sup>. Таким образом, уже взвинченные цены будут расти дальше, подогревая интерес инвесторов. Но профессиональные инвесторы, пусть даже и не захотят встать на пути бешеной толпы, обязательно в ближайшее время попытаются заработать на ней, создавая больше переоцененных инструментов, чем требует спрос, и перепродавая их вечно жаждущим вкладчикам. Например, с июня 1998 г. по август 1999 г. 147 компаний изменили названия, чтобы создать впечатление, что их бизнес имеет отношение к интернету<sup>20</sup>.

Возможно, первый приз за наглость должна получить «Zarata», компания по упаковке мяса и производству рыбьего жира, основанная в 1953 г. Джорджем Бушем-старшим, бывшим президентом США. 27 апреля 1998 г. «Zarata» объявила об учреждении новой компании с целью приобретения и консолидации (не создания) интернет-компаний и компаний электронной коммерции. Несколькими неделями спустя

она попыталась купить «Excite», вторую крупнейшую поисковую интернет-систему, но заявка была отклонена, поскольку «Excite» отметил «полное отсутствие сходной деятельности». Ранней осенью того же года, когда ситуация на рынке акций интернет-компаний начала ухудшаться, «Zarata» объявила об отказе от бизнес-стратегии, связанной с интернетом. К декабрю 1998 г., однако, акции интернет-компаний снова стали популярны, и «Zarata» быстро объявила о возвращении к интернет-бизнесу и создании дочерней компании «Zar.com». После распространения этой новости цены на акции компании выросли на 98 %! «Надежда в нашем сердце — как звезда!»\*

В конце концов, естественно, поток денег наивных инвесторов, подпитывающий пузырь, начинает иссякать; профессиональные инвесторы перестают сбывать общественности то, что она хочет, и начинают играть на понижение, чтобы привести цены в соответствие с реальностью. Пузырь лопается, и многие вкладчики становятся печальнее, беднее и, без сомнения, мудрее. Нет худа без добра: взрыв пузыря преподносит вкладчикам важный урок. Они учатся оценивать новые вложения и лучше понимать, что именно они покупают. Последствия бума и краха, в конце концов, пройдут — до тех пор, конечно, пока следующее поколение инвесторов не увлечется очередной новинкой...

## Покончит ли развитие финансовых рынков с пузырями?

Являются ли неверная оценка и пузыри болезнью неразвитых финансовых рынков, которая, скорее всего, исчезнет с развитием финансового сектора? Очевидно, даже если такая степень развития существует, мы еще ее не достигли, поскольку инвесторы самого сложного финансового рынка в мире лишь недавно пострадали от этой болезни.

Тем не менее существуют основания полагать, что нечто подобное интернет-буму повторится не скоро. Пузыри часто создаются абсолютно новыми группами инвесторов, не имеющих опыта или достаточ-

---

\* Поуп А. Опыт о человеке / Пер. В. Микушевича.

ных знаний, чтобы осторожно осуществлять вложения. Бум фондового рынка в 1920-х гг. в США отчасти подпитывался индивидуальными инвесторами, не имевшими опыта вложений в акции, но слишком привыкшим рисковать из-за удачных вложений в облигации «Либерти» во время первой мировой войны. Аналогичным образом, значительная доля торгов акциями интернет-компаний осуществлялась так называемыми дневными трейдерами, совершенно новой группой инвесторов, привлеченных на рынок простотой торгов в интернете. По мере того, как эти инвесторы лучше узнавали различные аспекты риска, а рынки забирали деньги у большинства наивных вкладчиков, эти явления происходили все реже.

Тем не менее гарантии того, что даже в условиях развитого финансового рынка очередной новый сектор с неограниченными возможностями не привлечет свою группу легковых вкладчиков, не существует. Смогут ли развитые рынки сопротивляться бумагам и крахам, зависит от того, будет ли достаточно вкладчиков, готовых пойти против общей тенденции. А пока далеко не ясно, будет ли развитый рынок функционировать лучше, чем неразвитый.

Хорошо то, что в условиях развитого рынка арбитражер может использовать свои деньги для исправления цен многими способами. Например, если весь рынок кажется переоцененным, арбитражер может покупать пут-опционы по рыночному индексу (опционы на продажу по заранее установленной цене, если цена индекса падает) всего лишь за часть стоимости, которая потребовалась бы для торговли акциями, входящими в рыночный индекс. Такие производные инструменты, как опционы, позволяют арбитражерам принимать очень большие позиции при наличии ограниченных средств. Есть данные, которые подтверждают, что внедрение таких производных инструментов снижает колебания цен. В январе 1990 г. цены на акции на японском фондовом рынке начали опускаться с нереально высоких значений, когда были введены опционы на продажу (пут опционы)<sup>21</sup>.

В то время как новые инструменты позволяют арбитражерам стать более заметной силой, ликвидирующей неверную оценку стоимости на развитых рынках (при условии, что наивные инвесторы не увеличивают посредством этих инструментов объемы своих сделок), су-



ществует противовес, который может снизить объемы капитала, используемого в арбитражных операциях: доминирование институциональных инвесторов на развитых рынках.

Мы видели, что юридические лица имеют преимущество перед физическими лицами в управлении портфелем инвестиций в плане издержек. Поэтому, когда финансовый рынок начинает развиваться, физические лица приобретают доли в совместном фонде, возлагая задачу выбора акций на профессионального менеджера. Однако такая передача полномочий создает новую проблему: как можно оценить качество деятельности? Истинной мерой оценки деятельности является дополнительная прибыль по сравнению с такими абсолютно надежными вложениями, как долговые обязательства Казначейства, на единицу принимаемого риска. Во многих ситуациях трудно измерить или прибыль (в случае вложений, которые редко торгуются), или риск, или и то, и другое. Более того, неясно, с каким интервалом инвесторы должны оценивать работу менеджеров.

В этом случае часто происходит так, что работа финансового менеджера оценивается в терминах «дополнительной прибыли» — прибыли, которую он создает сверх соответствующего *контрольного* портфеля ценных бумаг со сходным уровнем риска. Поскольку показатели деятельности часто обновляются, инвесторы могут оценивать работу своих менеджеров через разные интервалы времени. Однако сочетание этих двух факторов искажает поведение менеджеров. Зная, что их часто оценивают относительно контрольного портфеля, финансовые менеджеры не спешат идти против общей тенденции.

В качестве примера возможных последствий политики следования за общей тенденцией часто цитируют слова Джеффри Виника, управляющего легендарным фондом «Fidelity Magellan». В докладе о деятельности фонда от 31 марта 1996 г. он писал: «Я полагаю, что в инвестировании на финансовых рынках главное — не быть частью толпы. Тот факт, что вкладчики двигаются в определенном направлении, не означает, что это самое лучшее направление; на самом деле, зачастую он означает обратное»<sup>22</sup>. Это было написано с целью оправдать снижение объема принадлежащих фонду акций высокотехнологичных компаний с почти 40 % до менее чем 4 % и, соответственно,

повышение объемов вложений в облигации и краткосрочные инструменты. К сожалению, фонд «Magellan», проводя эту политику, оказался не столь эффективен, как его конкуренты. Виник, возможно, слишком далеко оторвался от толпы: его решения были верными для 2000 г., а не для 1996 г. Нет нужды говорить, что Виник расстался с фондом «Magellan».

Менеджеры фондов, которых оценивают в соответствии с таким общим контрольным портфелем, как индекс «S&P 500», получают стимул покупать акции, включенные в рейтинг, в качестве формы страховки, поскольку в таком случае их уволят только за крайне плохое выполнение своих обязанностей<sup>23</sup>. Даже если они подозревают, что акции переоценены, они знают, что им простят плохую работу, если уровень доходов с контрольного портфеля также низок. Следовательно, у них появляется стимул следовать за толпой, даже если они знают, что верной стратегией было бы действовать наоборот. Таким образом, передача полномочий может снизить объемы капитала, который был бы готов пойти против общей тенденции. Поскольку уровень передачи полномочий в условиях развитой финансовой системы выше, возможно, что развитые финансовые рынки более, а не менее, подвержены ошибкам в оценке стоимости.

## **Влияние ошибочной оценки стоимости на инвестиции**

Поскольку финансовое развитие не может избавить нас от бумов и крахов, мы должны определить их реальные издержки. Пузыри часто оказывают перераспределяющий эффект: средства переходят от покупателей переоцененных ценных бумаг к тем, кто их продает. Если покупателями обычно являются не разбирающиеся в финансовых тонкостях представители среднего класса, а продавцами — богатые спекулянты, это само по себе может вызвать серьезные политические проблемы. Но даже если мы готовы игнорировать это перераспределение средств (а следует ли это делать, непонятно), есть и другое важное соображение: пузыри негативно влияют на реальное распределе-

ние ресурсов, если ошибочная оценка стоимости отрицательно влияет на реальные инвестиционные решения компаний (например, их инвестиции в заводы, оборудование и исследовательские разработки). Есть ли подтверждения данным соображениям?

В настоящее время общее мнение состоит в том, что вложения соответствуют ценам на акции, с учетом цен, соответствующих реальной стоимости, но их дополнительная объясняющая способность ограничена<sup>24</sup>. Неверная оценка стоимости, таким образом, может оказывать некоторое, но не очень значительное влияние на вложения. Двоякая природа этих данных также подтверждается подробным анализом значительных фондовых бумов и крахов прошлого, связанных с неверной оценкой стоимости: бум 1929 г., крах фондового рынка 1987 г. и недавняя ситуация с интернет-торгами.

Во второй половине 1920-х гг. цены на акции стремительно росли. С 1925 по 1929 г. они увеличивались в среднем на 22 % в год. Это не спровоцировало соответствующий бум инвестиций. Только в 1929 г. объем реальных вложений резко увеличился — на 34 % относительно предыдущего года<sup>25</sup>. После краха упал и объем инвестиций, но в гораздо большей степени, чем предсказывало падение цен на акции<sup>26</sup>. В то время как цены на акции времен бума не спровоцировали заметного роста вложений, в результате краха инвестиции практически прекратились. Поэтому наличие влияния ошибочной оценки стоимости на инвестиции неочевидно.

Что касается краха фондового рынка 1987 г., очевидно, что доходы с акций не влияют на инвестиции. Стремительный рост цен в 1986—1987 гг. (в среднем темпы роста составляли 24 % в год) не сопровождался соответствующим увеличением объемов инвестиций (темпы роста оставались на уровне —0,1 %). Напротив, объемы инвестиций возросли в 1988 г., несмотря на 8-процентное снижение цен на акции. Отсутствие влияния цен на акции на объемы инвестиций в этот период также подтверждается исследованием, проведенным организацией «The Conference Board» в январе 1988 г. В рамках исследования топ-менеджерам был задан вопрос о том, повлиял ли крах фондового рынка на их инвестиционные решения. Более двух третей опрошенных ответили отрицательно<sup>27</sup>. В данном случае мы можем сделать вывод, что ошибочная оценка стоимости не оказывает реального влияния.

Данные, полученные во время недавних событий, не столь обнадеживают. С 1996 по 1999 г. доходы с акций, входящих в рейтинг «S&P 500», в среднем составляют 27 %<sup>28</sup>. На протяжении данного периода общий объем вложений увеличивался в среднем на 9 % в год<sup>29</sup>. В 2000 г. темпы роста достигли 10 %, возможно, вследствие устойчивого подъема рыночных цен в течение I квартала года. Однако в 2001 г. вслед за спадом цен на акции общий объем инвестиций снизился на 2 %. Следовательно, в этом случае значительные изменения цен на акции оказали определенное влияние на реальные инвестиции. Эйфория фондового рынка, казалось, охватила и менеджеров корпораций, особенно в секторе телекоммуникаций. Астрономические суммы, которые платили за лицензии мобильных телефонов 3G (а эта технология еще не прошла все испытания), являются показательным примером. Высокие цены, по которым продавались на рынке имеющиеся лицензии, оказали заметное влияние на стратегию участников рынка. Сегодня многие из этих компаний, в частности финский оператор «Sonera», бесплатно отказываются от лицензий, за которые они заплатили миллиарды лишь несколькими месяцами ранее<sup>30</sup>.

К счастью, деньги, выплачиваемые на этих аукционах, не были потрачены зря, по крайней мере, не больше, чем налоги, которые мы платим. Эти средства отправились в казну различных национальных правительств, которые проводили эти аукционы. Мы не можем столь же оптимистично отнестись к реальным инвестициям, которые были осуществлены в тот же период времени. Проводить системную оценку слишком рано, но предварительные доклады настораживают. Согласно одной из оценок, запасная производительность «полосы пропускания» такова, что даже если бы 6 миллиардов людей во всем мире непрерывно говорили в течение года, их слова можно было бы передать в течение нескольких часов<sup>31</sup>. Без сомнения, рано или поздно появятся виды информации, которые можно передавать с использованием этого средства коммуникации, и, в конце концов, большая часть этих вложений будет использована. Но в настоящее время эти вложения, с точки зрения акционеров данных компаний, чрезмерны и преждевременны.

С 1996 по 2001 г. телекоммуникационные компании привлекли на рынки капитала 1,8 трлн долл.<sup>32</sup> Это минимальная оценка объемов

вложений в данный сектор, поскольку она не включает все внутренние потоки денежной наличности, которые крупные компании-операторы вложили в этот бизнес. Рыночная стоимость неразорившихся телекоммуникационных компаний снизилась в среднем на 60 %. Темпы восстановления активов неразорившихся компаний составляют около 10 %. Таким образом, оценка, согласно которой четверть вложенных денег была потрачена зря, не является необоснованной. Если исходить из данного показателя, телекоммуникационный бум и крах обошелся в почти полтриллиона долларов! Вывод однозначен: даже в странах с развитыми финансовыми рынками ошибки в распределении денежных средств могут быть крайне серьезными.

## Риски роста

До сих пор мы рассматривали только положительные аспекты развития финансового сектора. Мы не задавались вопросом, гладко ли идет процесс роста после того, как принято решение о его начале. А это непростой вопрос. Во многих странах развитие финансовых секторов жестко связано ограничением конкуренции: процентные ставки зафиксированы, вход новых игроков в финансовый сектор ограничен, внешняя конкуренция запрещена. Эффект внезапной либерализации финансового сектора во многом будет похож на результат изматывающей физической нагрузки на человека, который всю жизнь вел сидячий образ жизни. Человек либо упадет замертво, либо обретет силы и вкус к жизни.

Иными словами, переход к системе конкурентных свободных рынков связан с определенным риском. Даже если либеральная ориентированная на рыночные отношения экономика является более производительной и справедливой — а мы только что подвергли это утверждение сомнению, — мы также должны задаться вопросом, оправданы ли издержки перехода к действующей рыночной экономике для экономики, которую десятилетиями ограждали от конкуренции. Открытие экономики таких стран всем ветрам международной конкуренции — верный рецепт катастрофы, как утверждают некоторые.

Эти осторожные реформаторы могут подтвердить свои рассуждения определенными фактами. Согласно недавно проведенному исследованию, 18 из 26 банковских кризисов последних двух десятилетий произошли в течение 5 лет после либерализации финансового сектора<sup>33</sup>. Иными словами, между либерализацией — такими государственными мерами, как освобождение процентных ставок, открытие экономики, дерегулирование процесса входа для новых игроков — и финансовым кризисом наблюдается положительная корреляция. Не следует немедленно делать вывод, что корреляция означает причинно-следственную связь. Зачастую либерализация экономики осуществляется в сложной ситуации, когда нет другого выхода: в Индии либерализация началась в 1991 г., за несколько недель до того, как должны были иссякнуть резервы иностранной валюты.

Но, возможно, существует и более прямая связь. Когда осуществляется либерализация экономики, новая конкуренция вытесняет доходы. Для предоставления займов в мире, где деловая сметка имеет большее значение, чем залог или связи, требуются новые навыки. Более того, требуется новая инфраструктура — более качественный бухгалтерский учет, сбор и передача больших объемов информации, более профессиональное составление контрактов и эффективные механизмы взыскания долга. Когда будут приобретены новые навыки и создана новая инфраструктура, заимодавцы смогут предоставлять займы лучше, чем раньше. Но на этапе перехода от старой неконкурентной системы к новой заимодавцам, возможно, придется принимать решения, не имея поддержки в виде новых навыков или инфраструктуры. При этом у них не будет прибылей, которые смягчили бы их ошибки или предотвратили бы искажение их стимулов. Неудивительно, что когда проводится либерализация экономики, многие банкиры ведут себя как олени, захваченные врасплох на дороге светом фар, и погибают в аварии.

## Резюме

В данной главе мы подняли несколько естественных вопросов, связанных с финансовым развитием. На каждого поклонника, воспе-

вающего животворные достоинства конкурентных финансовых рынков, находятся критики, которые не верят, что эти рынки можно использовать в качестве надежного ориентира для инвестиционной деятельности, и указывают на то, что в периоды ошибочной эйфории тратятся огромные средства. Тем не менее многие рассматривают конкурентный развитый финансовый сектор в качестве желательного результата экономического развития, но указывают на недостатки лечения умирающей системы путем шоковой терапии. Пациент может не пережить лечения.

На данном этапе читатель может вспомнить старый афоризм: разработчики политики хотели бы, чтобы экономисты были однорукими, потому что экономисты всегда держат в одной руке список аргументов в пользу предложения, а в другой руке — столь же внушительный список аргументов против него. Мы рассмотрели обе стороны финансового развития. С одной стороны, свободный финансовый сектор играет важную роль в распределении денежных средств и управлении рисками, что чрезвычайно важно для многих секторов экономики. С другой стороны, финансовый сектор сам по себе может быть источником риска, поскольку периодически на нем теряются феноменальные объемы средств. Финансовые рынки могут творить и добро, и зло; должен ли мир стремиться к большей финансовой либерализации?

К счастью, есть выход, который позволяет нам сохранить обе конечности: мы можем обратиться к эмпирическим данным и выяснить, является ли в среднем потенциальная выгода финансового развития для страны более существенной, чем возможные издержки. Конкретные ситуации могут хорошо иллюстрировать тезисы, но для поддержки предвзятого мнения их надо тщательно отбирать. Чтобы сделать соответствующий действительности вывод о том, полезна ли в целом финансовая система, мы должны перейти от анализа конкретных ситуаций к систематическим долгосрочным сравнительным исследованиям по странам. Перефразируя У. Черчилля, является ли финансовый рынок с конкурентными, динамично развивающимися независимыми финансовыми рынками худшей из всех испробованных финансовых систем? К этому вопросу мы обратимся в следующей главе.

## ГЛАВА 5

# Пределы финансового развития

Никто не станет сомневаться в необходимости наличия денежных средств для реализации человеческих устремлений, и немногие усомнятся в том, что риск дорого обходится. Но финансовые рынки — это только один способ соединить деньги и идеи, распределяя связанный с ними риск. Есть и другие пути. Например, компании могут использовать внутренние потоки денежной наличности или свой капитал, чтобы покупать идеи у рационализаторов — или просто нанимать рационализаторов на постоянную работу. Таким образом, они могут обойтись без некоторых функций финансовой системы. Как мы можем определить, хорошо ли финансовое развитие само по себе обеспечивает соединение денег и идей, распределение риска и сокращение стоимости привлечения заемных средств? Вопрос особенно уместен, если вспомнить, что финансовые рынки могут неверно распределять денежные средства, а финансовое развитие — повышать степень риска.

Учитывать только уровень благосостояния страны недостаточно. Этот уровень может быть высоким благодаря богатым запасам природных ресурсов в стране или счастливо сложившимся историческим условиям. 200 лет назад обитатели Гаити и Барбадоса были богаче жителей США, а вплоть до начала XVIII в. уровень развития Северной Америки не превышал уровень развития Южной<sup>1</sup>. Однако, в конце концов, эффекты экономического роста вышли на первый план относительно эффектов начальных условий. Поэтому нам следует больше доверять воз-



возможностям финансовой системы по улучшению условий человеческого существования, если мы хотим показать, что развитие финансового сектора страны повышает темпы ее экономического роста.

Столь же важна способность финансовой системы обеспечить появление конкурентов у влиятельных компаний. Конкуренция всегда полезна для граждан страны. Но в той степени, в которой осуществляется финансирование новых игроков, также распространяются новые возможности и привносятся свежие идеи. Далее, финансовая система обеспечивает экономическую мобильность, во многом так же, как демократия способствует политической и социальной мобильности.

Конечно, найти случаи, «доказывающие» что-либо, так же легко, как и случаи, подтверждающие обратное. Чтобы попытаться решить вопросы, поднятые нами по поводу последствий финансового развития, в этой главе мы рассмотрим данные меж- и внутристрановых исследований, которые систематически проводятся в различных странах. Начнем со связи между финансовой системой и экономическим ростом.

## **Финансовая система и экономический рост**

В пользу того, что развитый финансовый сектор и сильная экономика сопутствуют друг другу, свидетельствует множество данных<sup>2</sup>. Но для того, чтобы сделать вывод о том, что финансовое развитие вносит свой вклад в укрепление экономики, этого недостаточно. Экономисты тщательно различают простую корреляцию (два события происходят одновременно) и причинно-следственную связь (одно событие является причиной другого), поскольку для экономической политики это различие может быть очень существенным.

Пояснить данное различие можно на примере. Птицы улетают с железнодорожных путей, когда приближается поезд. Улетающие птицы и приближающийся поезд — коррелирующие события, но первое не влечет за собой последнее. Если мы не определим направление причинно-следственной связи, корреляция, которую мы наблюдаем, может подать странные идеи. Чтобы ускорить прибытие опаздывающего по-

езда, разгневанные пассажиры должны спугнуть птиц, сидящих на рельсах! Корреляция — это основа суеверия, а причинно-следственная связь — основа науки.

В прошлом многие экономисты, уверенные, что здоровый финансовый сектор идет рука об руку со здоровой экономикой, крайне скептически относились к тому, чтобы считать его наличие предпосылкой к экономическому развитию. Они полагали, что время и инвестиции, требуемые для построения правильно функционирующего финансового сектора, относительно невелики, поэтому, если существует экономическая потребность в развитии финансовых рынков и институтов, то они сформируются и удовлетворят эту потребность. Им казалось, что даже если финансовый сектор будет неразвитым в момент появления экономической потребности, это не станет помехой экономическому росту<sup>3</sup>. Чтобы убедить этих скептиков в самостоятельном значении финансовой системы, требуется показать, что ее развитие способствует экономическому росту.

В естественных науках причинно-следственную связь изучают с помощью контролируемых экспериментов. В экономической науке это обычно невозможно. Вместо этого стараются выделить ситуации, которые могут имитировать контролируемый эксперимент.

Один из способов начать поиски причинной связи заключается в том, чтобы показать: финансовое развитие предшествует, а не следует за экономическим ростом. Так оно и есть. Судя по выборке по 80 странам с 1960 по 1989 г., более высокая степень финансового развития в начальном периоде сочетается с более высокими темпами роста ВВП, накоплений основного капитала и производительности труда в течение последующего десятилетия<sup>4</sup>. Обычно считается, что страны, где большая часть кредитов выдается центральным банком, а не коммерческими банками, имеют неразвитую финансовую систему. Если бы в 1979 г. в Заире доля внутренних кредитов, предоставляемых коммерческими банками, совпадала со средним значением данной величины для развивающихся стран (около 57 %) вместо всего лишь 26 %, то его экономика росла бы на 0,9 % быстрее каждый год в 1970-е гг., а к 1980 г. величина ВВП на душу населения превысила бы свой реальный уровень на 9 %<sup>5</sup>.

Это первый шаг, но его недостаточно для выявления причинно-следственной связи. В конце концов, птицы улетают с путей перед идущим поездом, не являясь причиной его прибытия. Может быть, финансовые рынки просто чувствуют приближение экономического роста и расширяются в преддверии этого? Нам нужно больше данных для того, чтобы исключить такую возможность.

Существуют два вида убедительных доказательств. Чтобы рассмотреть первый из них, вернемся к нашей аналогии. Если бы мы хотели оспорить утверждение о том, что приближающийся поезд стал причиной того, что птицы улетели, а не наоборот, то укреплению нашей позиции поспособствовали бы данные о механизме, посредством которого осуществляются данные действия. Говоря конкретней, допустим, что вибрация рельсов предупреждает птиц. Предположим далее, что имеется два рельсовых пути — один вибрирует, другой нет. Также имеется два вида птиц — одни чувствуют вибрацию, другие нет. Если мы обнаружим, что чувствительные птицы улетают гораздо раньше, чем нечувствительные, когда обе группы находятся на вибрирующих рельсах, в отличие от того, когда они сидят на невибрирующих путях, то мы будем гораздо сильнее уверены в том, что именно вибрации, а следовательно, приближение поезда вынуждают птиц улететь, а не наоборот.

В приложении к нашему контексту данная идея предполагает, что если финансовое развитие действительно способствует экономическому росту, то на компании в различных отраслях оно оказывает совершенно разное влияние. Чтобы разобраться в причинах, начнем с того, что почти в любой стране значительная доля инвестиций компании финансируется из наличных средств, создаваемых в процессе деятельности компании. Именно поэтому, например, компании, растущие высокими темпами, не платят дивиденды — они вкладывают всю производимую наличность обратно в дело. Компании предпочитают в первую очередь использовать для инвестирования собственные потоки денежной наличности, также называемые внутренними финансовыми средствами, так как полагают, что им придется заплатить значительную премию за деньги, привлеченные извне (называемые внешними финансовыми средствами). Как мы показали ранее, работодатели требуют такую премию, поскольку не обладают полной информацией о

компании и ее перспективах и не вполне доверяют управляющим действовать в интересах внешних инвесторов.

Процесс финансового развития снижает стоимость внешнего финансирования, повышая уровень открытости и распространения информации и выравнивая стимулы администрации компании и интересы инвесторов посредством грамотно составленных контрактов и их оперативным исполнением. Таким образом, получить наиболее положительный эффект от финансового развития должны те отрасли, которым при обычном развитии событий требуется большой объем внешнего финансирования. Например, типичный проект в сфере производства терапевтических препаратов предусматривает длительный период научно-исследовательской и опытной работы и требует значительных вложений, прежде чем будет создано коммерчески успешное лекарство. В процессе научно-исследовательской работы проект поглощает значительные объемы наличности, и даже крупнейшим производителям лекарственных препаратов требуется внешнее финансирование. Напротив, в компаниях, принадлежащих к таким отраслям, как табачная, объем необходимых инвестиций, равно как и интервал между инвестициями и генерацией потоков денежной наличности, зачастую невелики. Поскольку табачным компаниям не требуются большие объемы долгосрочного внешнего финансирования, они должны меньше выиграть от финансового развития, чем производители лекарств. Таким образом, если финансовое развитие действительно является причиной экономического роста, фармацевтические компании (чувствительные птицы) должны расти относительно быстрее, чем табачные компании (нечувствительные птицы) в странах с более развитыми финансовыми рынками (вибрирующими рельсами).

Так и есть<sup>6</sup>. Рассмотрим, например, Малайзию, Корею и Чили. В 1980-х гг. все эти страны были быстро растущими, со средним уровнем доходов, однако их стандарты бухгалтерского учета заметно различались. Стандарты бухгалтерского учета традиционно используются для оценки уровня раскрытия информации компаниями и, соответственно, уровня развития финансовой системы страны. В Малайзии, где по этому показателю финансовый сектор наиболее развит, в 1980-х гг. реальные годовые темпы роста добавочной стоимости, создаваемой

фармацевтической промышленностью, были на 4 % выше, чем в табачной промышленности (темпы роста каждой из отраслей скорректированы на общемировые темпы роста соответствующей отрасли). В Корее, где уровень финансового развития был средним, темпы роста фармацевтики на 3 % превышали темпы роста табачной отрасли. В Чили, находящейся в самом нижнем квантиле по уровню финансового развития среди стран нашей выборки, темпы роста фармацевтики были на 2,5 % *ниже*, чем в табачной промышленности. Следовательно, уровень финансового развития действительно влияет на относительные темпы роста отраслей (относительную скорость, с которой чувствительные птицы улетают с путей) именно таким образом, как мы предполагали.

Помимо поиска данных о том, как функционирует механизм влияния финансовой системы на экономический рост, и установления таким образом более прочной основы для причинно-следственной связи, мы можем исключить еще одно объяснение корреляции финансовой системы и экономического роста: что финансовая инфраструктура устроена в соответствии с потребностями отраслей с высокими темпами роста. Оказывается, малые отрасли, которые зависят от внешних источников финансирования, выигрывают от развития финансового сектора столько же, сколько и крупные отрасли. Маловероятно, что в финансовом секторе придавалось бы большое значение нуждам малых отраслей и развитие заранее было запланировано в соответствующем направлении, поэтому мы вправе сделать вывод, что наблюдаемая корреляция между развитием финансового сектора и экономическим ростом не обязана фактом своего существования тому, что финансовый сектор был организован определенным образом в предчувствии спроса.

Теперь рассмотрим второй тип убедительных доказательств. Для этого вернемся к птицам. Предположим, что у нас только один вид птиц, которые находятся на сравнительно слабо вибрирующих рельсах. Однако у нас есть возможность заменить рельсы, на которых сидели птицы, на другие, которые вибрируют сильнее. Если мы будем повторять этот эксперимент несколько раз (через случайные промежутки времени) и обнаружим, что после замены путей птицы улетают гораздо раньше, чем до того, то мы сможем с большей уверенностью прийти к заключению, что именно вибрации заставляют птиц улетать.

Модели дерегуляции банковского сектора в США создали идеальные условия для подобного эксперимента. Как было изложено во введении, долгое время в ряде штатов США действовали законы, запрещающие банкам из других штатов открывать отделения в данном штате, а местным банкам — расширять сеть своих отделений. В некоторых штатах, банкам разрешалось иметь в одном штате только одно отделение. Эти суровые законы препятствовали конкуренции между банками, в результате чего банки становились неэффективными, равнодушными к клиентам, с раздутым штатом и высокими издержками.

С 1972 по 1991 г. во многих штатах отменили законы, запрещающие банкам открывать сеть филиалов в пределах штата, что вызвало значительные перемены в функционировании банков. В среднем потери по займам (сумма, которую теряет банк из-за плохих кредитных решений) снизились после дерегуляции в краткосрочной перспективе примерно на 29 центов на 100 долларов займа, а в долгосрочной перспективе примерно на 48 центов на 100 долларов займа — крупные величины по сравнению с общими объемами потерь по займам, которые редко превышают сумму в несколько долларов на 100 долларов займа в условиях нормально функционирующей банковской системы. Также снизились текущие расходы — на 4,2 % вначале и на 8 % в итоге<sup>7</sup>. Средняя компенсация для банковских служащих снизилась в процессе повышения уровня конкурентоспособности в отрасли. Зарплаты снизились на 12 % у мужчин и на 3 % у женщин (иными словами, зарплаты снизились, но и степень дискриминации тоже — естественный эффект конкуренции)<sup>8</sup>.

Что все это означало для клиентов банков? В штатах, которые провели дерегуляцию, наблюдалось снижение стоимости кредитов и небольшое повышение процентных ставок выплат вкладчикам. Таким образом, дерегуляция повысила благосостояние клиентов банков — и заемщиков, и займодавцев. Дергуляция была равнозначна существенному скачку в развитии финансового сектора в рамках конкретных штатов, поскольку давала более эффективным банкам возможность предоставлять свои услуги по низким ценам. Если развитие финансового сектора действительно способствует экономическому росту, дерегуляция (смена рельсов) должна положительно влиять на темпы роста

доходов на душу населения и объемов производства в стране (период времени, за который птицы чувствуют приближение поезда).

Так и произошло! На следующий год после дерегуляции годовые темпы роста в отдельном штате повысились с 0,51 до 1,19 процентных пункта<sup>9</sup>. Учитывая, что средние темпы роста в течение данного периода составляли около 1,5 % в год, повышение было весьма значительным. Напротив, в штатах, не проводивших в это время дерегуляцию, наблюдалось *снижение* темпов роста, в среднем составившее около 0,6 %<sup>10</sup>.

В последнее время целый ряд новых исследований подтвердили данные выводы. Например, когда страна открывает доступ иностранным потокам капитала (что обычно приводит к стремительному росту показателей финансового развития страны), темпы ее экономического роста значительно возрастают. Темп роста ВВП стран, которые открывают свои рынки ценных бумаг для иностранного капитала, в среднем повышается примерно на 1,1 % в год<sup>11</sup>.

При наличии всех этих данных лишь немногие сегодня усомнятся в том, что между развитием финансового сектора и экономическим ростом страны существует причинно-следственная связь. Это не означает, что страна, лишенная талантов и идей, может развивать свою экономику просто за счет модернизации финансового сектора; не означает и того, что страна не может расти в условиях неразвитого финансового сектора: успехи Китая в течение последних двух десятилетий убедительно свидетельствуют об обратном. Финансовая система не создает возможности, она лишь облегчает их использование, выявляя перспективные и неперспективные области и перераспределяя средства из секторов, у которых все осталось в прошлом, в сектора с будущим, как скульптор лепит из глины, но саму глину создать не может.

## Финансовая система и конкуренция

Экономический рост — это не единственный показатель влияния финансовой системы. В главе 3 мы утверждали, что финансовая система, снижая барьеры входа на рынок, повышает уровень конкурен-

ции и открывает новый спектр возможностей для физических и юридических лиц. Чем можно доказать это утверждение?

Развитие финансового сектора, что очевидно, облегчает появление на рынке новых игроков. Дерегуляция банковского сектора США, на которую мы ссылались ранее, привела к значительному повышению уровня развития и конкуренции финансового сектора в тех штатах, которые ее провели. Темпы создания новых предприятий после дерегуляции в данных штатах значительно возросли<sup>12</sup>. Аналогичным образом, в странах с более развитыми финансовыми системами создается больше новых предприятий. Этот эффект еще более очевиден в отраслях, которые в большей степени зависят от внешнего финансирования. Вышесказанное заставляет предположить, что доступность финансовых средств действительно является причиной подобного повышения<sup>13</sup>.

Однако тот факт, что развитие финансового сектора облегчает появление новых игроков, не означает автоматического снижения уровня экономической концентрации: устойчивые компании выигрывают от финансового развития даже больше, чем новые игроки: их доля в общем объеме произведенной продукции растет, и они выживают конкурентов из отрасли. Таким образом, нам следует рассмотреть непосредственное влияние развития финансового сектора на конкуренцию.

Одним из показателей уровня конкуренции является размер прибыли. При прочих равных в условиях рынка с более высокой степенью конкуренции компания должна иметь меньший размер прибыли. Если компании в областях с более широким доступом к финансовым средствам имеют более низкий размер прибыли, это означает, что доступ к денежным средствам повышает степень конкуренции. Чтобы убедиться в этом, отправимся в Италию, где имеются огромные различия между регионами в качестве инфраструктуры, необходимой для правильного функционирования финансовой системы (например, в эффективности судебной системы). Различия в уровне развития инфраструктуры оказывают влияние на степень доступности финансовых средств: индивидуумы со сходными личными качествами в одних регионах имеют в два раза большую вероятность получить отказ в займе, чем в других, даже при учете значимых экономических факторов.

Данные региональные различия в доступности денежных средств, очевидно, влияют на конкуренцию на местном уровне. Размер



прибыли компаний в наиболее развитых в финансовом плане регионах на 1,6 процентных пунктов ниже — примерно на треть меньше средней величины размера прибыли в 5,9 %, — чем в регионах с наименьшим уровнем развития финансового сектора. К счастью, это влияние значимо лишь для предприятий малого и среднего бизнеса: крупные компании могут привлекать средства в общенациональном масштабе, а конкуренция в отраслях с крупными предприятиями не должна быть подвержена влиянию регионального финансового развития<sup>14</sup>.

Возможно, наиболее убедительное свидетельство влияния финансовой системы на конкуренцию появилось бы, если бы мы обнаружили отрасль, в которой основным барьером к появлению новых игроков являлся бы доступ к капиталу, а затем сравнили бы уровень конкуренции в данной отрасли в ряде стран на протяжении определенного периода времени.

Такая отрасль существует — это производство текстильных изделий из хлопка. Ее исследовал Стивен Хейбер, историк экономики из Стенфордского университета<sup>15</sup>. Исторически минимально возможный рентабельный масштаб производства в данной отрасли не был большим; таким образом, влиятельные игроки не могли воздвигнуть слишком высокие барьеры для новых игроков, построив огромные заводы. Более того, на протяжении изученного периода — со второй половины XIX до первой половины XX в. — в отрасли было лишь несколько важных патентов, а реклама не играла значительной роли. В результате основным барьером для потенциальных новых игроков был объем финансирования, необходимый для приобретения относительно небольшого завода, оборудования и найма рабочей силы. Хейбер сравнил данную отрасль в двух странах, которые избрали крайне различные пути к финансовому развитию, — Мексике и Бразилии.

## **Финансовые рынки в Мексике и Бразилии в конце XIX — начале XX вв.**

На протяжении почти всего XIX в. мексиканское государство имело лишь несколько источников дохода, например таможенные по-

шлины, причем они были крайне непостоянными вследствие значительных и резких колебаний конъюнктуры внешней торговли<sup>16</sup>. Правительства также были нестабильными; часто сменявшиеся министры финансов считали целесообразным отказываться от выполнения государственных обязательств по долгам, особенно во времена кризисов или войн. В результате процентные ставки государственных займов были высокими и непостоянными, временами достигая 200 %<sup>17</sup>.

Как и прочие государства-хищники, мексиканское государство обнаружило, что лишь немногие богатые финансисты готовы предоставить ему заем. Причина этого заключалась не только в том, что лишь эти финансисты владели капиталом, который они могли дать в долг, но и в том, что только они имели возможность обеспечить возврат займа государством. Таким образом, между государством и основными заимодавцами существовал своего рода симбиоз: последние получили ряд концессий, в том числе на государственный монетный двор, государственную монополию на табачное производство, управление добычей соли, платными дорогами, и т. д.<sup>18</sup>

Эти финансисты не имели стимулов способствовать повышению уровня конкуренции. Формирование банковской системы началось лишь в 1864 г., с основанием «Banco de Londres y Mexico». В 1884 г. в Мексике было всего 8 банков, а в 1911 г. — лишь 47, причем только 10 из них имели право предоставления займов на срок более 1 года<sup>19</sup>. Более того, даже настолько малая банковская система была крайне концентрированной. В 1895 г. на долю трех крупнейших банков приходилось более 2/3 капитала, инвестированного в систему<sup>20</sup>. Конечно, основную часть банковской системы контролировала клика старых финансистов.

Концентрация банковской системы была в интересах государства. Государство хотело сохранить стабильный рынок для своего долга, что не могло быть достигнуто в условиях конкуренции банков за прибыль при обслуживании более широкого круга клиентов. Поэтому крупнейший банк «Banamex», основной финансист государства, имел массу привилегий, включая резервные требования, вполнину меньшие, чем к прочим банкам, налоговые льготы и исключительное право на открытие отделений. Требования для новых игроков в банковском

секторе были слишком жесткими, включая высокие требования к капиталу, резервные требования и необходимость получать разрешение на банковскую деятельность и от секретаря Казначейства, и от Конгресса. Нетрудно догадаться, как часто разрешение выдавалось тем, кто не входил во властные круги<sup>21</sup>.

Открытые рынки ценных бумаг были также неразвиты на протяжении почти всего столетия. В основном на них обращались государственные долговые обязательства различного времени выпуска. Их отличия в основном состояли в предполагаемом времени дефолта. Однако во времена правления Порфирио Диаса, диктатора Мексики с 1877 по 1911 г., область государственных финансов стала отличаться некоторой стабильностью. Были проведены иностранные займы, причем отчасти полученные средства были использованы для реструктуризации старого государственного долга. Несмотря на это, государство все еще зависело от весьма узкого круга местных финансистов — особенно от таких крупных банков, как «Banamex».

Государство, тем не менее, осуществило некоторые реформы. В 1884 г. были проведены законы, регулирующие ипотечное кредитование, в 1889 г. — введен в действие закон, разрешающий свободное создание обществ с ограниченной ответственностью<sup>22</sup>. Но реформы, облегчающие финансирование корпораций, были, в лучшем случае, нерешительными. Например, выполнение требований к финансовой отчетности редко проверялось. Производственные предприятия зачастую годами не публиковали бухгалтерский баланс, несмотря на то, что закон их к этому обязывал<sup>23</sup>. Конечно, нехватка доступной информации вынуждала общественность полагаться на нескольких крупных финансистов в вопросе выявления и мониторинга компаний, вложения в которые были бы надежными. Неудивительно, что лишь немногие учредители компаний, которые имели связи с известными финансистами, могли привлекать акционерный капитал.

Бразилия вела весьма сходную политику в отношении финансовых рынков и институтов до краха империи в 1889 г. С начала XIX в. в Рио-де-Жанейро существовала организованная фондовая биржа, которая, однако, не использовалась для финансирования компаний. С 1850 по 1885 г. на этой бирже торговались акции только одного

производственного предприятия, причем в течение лишь трех из этих 37 лет<sup>24</sup>! Банковская система, как и в Мексике, была небольшой и концентрированной, в первую очередь в силу того, что государству требовался стабильный источник денежных средств. Наконец, множество барьеров имелось на пути формирования обществ с ограниченной ответственностью. Учредители должны были получать разрешение правительства империи на создание корпорации и даже тогда не получали прав на ограниченную ответственность: инвестор был ответственным за долги компании даже после того, как продавал свой пакет акций. Банкам запрещалось вкладывать средства в акции, а инвесторы не могли покупать ценные бумаги с уплатой только части стоимости<sup>25</sup>.

Однако в Бразилии, в отличие от Мексики, произошла буржуазная революция из ряда тех, что прокатились по континентальной Европе во второй половине XIX в. Городской средний класс и влиятельные владельцы кофейных плантаций возглавили движение, которое свергло императора Педро II. Они считали, что император имеет слишком тесные связи со старой земельной аристократией, а республика лучше послужит интересам индустриализации.

После установления республики политика в отношении финансового сектора сильно изменилась. Государство теперь было заинтересовано в трансформации аграрной экономики, основанной на рабском труде, в современную промышленную экономику. В последний год империи было отменено рабство и разрешен вход новых игроков в банковский сектор. Новое правительство еще шире открыло банковскую систему для новых игроков, убрало ограничения на то, во что банки могут вкладывать средства, разрешило займы с использованием маржи и упростило организацию образования обществ с ограниченной ответственностью. Оно также продолжило политику, согласно которой корпорации были обязаны регулярно публиковать свои финансовые отчеты и списки акционеров, а также списки акций, которые держит каждый акционер. Таким образом, вкладчики получали достаточно полную информацию о компаниях и тех, кто их контролировал<sup>26</sup>.

В результате финансовый сектор чрезвычайно расширился. Количество банков стремительно возросло с 26 в 1888 г. до 68 в 1891 г. В первый год бума объем торгов на прежде сонной фондовой бирже

Рио-де-Жанейро составлял почти столько же, сколько суммарный объем за предшествующие 60 лет! Также появился открытый рынок корпоративных займов. Новые эмиссии долговых обязательств финансировали 32 % инвестиций за период с 1905 по 1915 г.

Было бы странно, если бы столь стремительный и большей частью неконтролируемый процесс либерализации не сопровождался бы определенными проблемами. Органам надзора требуется время, чтобы научиться регулировать процессы в условиях либеральной среды, а предпринимателю нужно набраться опыта, чтобы научиться делать деньги, когда сняты все ограничения. Умные люди всегда готовы воспользоваться всеобщей эйфорией в своих интересах. Бум, что было практически неизбежно, превратился в спекулятивный пузырь, а затем последовал крах. Банковская система практически рухнула: в 1906 г. функционировало только 10 банков<sup>27</sup>. Но джинн реформы уже был выпущен из бутылки. Даже в условиях умирающей банковской системы рынки государственного долга и ценных бумаг продолжали служить источником финансирования компаний. В 1915 г. на фондовой бирже Рио-де-Жанейро было 32 изначально открытых предложения (IPO). В тот год 24 компании привлекли средства с открытого рынка, а на долю облигаций пришелся 21 % долгосрочных вложений компаний<sup>28</sup>. Рассматривая ситуацию в перспективе, следует отметить, что сегодня даже в таких странах с высоким уровнем развития рынка привлеченных средств, как США, только порядка 20 % всех инвестиций финансируется посредством эмиссии долговых обязательств.

Подводя итог, следует отметить, что бразильские независимые рынки и некоторое время банки были готовы финансировать компании, в то время как в Мексике присутствовала концентрированная банковская система, которая выдавала деньги небольшими порциями только своим фаворитам. Вследствие этого в финансировании текстильной промышленности в двух странах наблюдались серьезные различия. В 1912 г. на рынке торговались ценные бумаги только 4 из 100 компаний мексиканской текстильной промышленности, в то время как в Бразилии доля компаний с котируемыми на бирже ценными бумагами составляла 18 % (32 и 180 компаний). Одновременно эти компании были крупнейшими — на их долю приходилось 34 % общего объема производства<sup>29</sup>.

Мексиканским компаниям были доступны крайне небольшие объемы финансирования с привлечением заемного капитала — в основном тем, кто имел необходимые связи. Кроме того, большей частью эти займы были краткосрочными. Отношение привлеченного капитала к собственному капиталу крупнейших мексиканских производителей хлопковых тканей, которые, очевидно, имели самый широкий доступ к финансовым средствам, составляло в 1907—1913 гг. лишь 0,09. Напротив, данный показатель для крупных бразильских текстильных компаний в 1914 г. был в 7 раз выше (0,64), причем наибольшая доля приходилась на долгосрочные займы, привлеченные на рынке ценных бумаг.

Влияние разных уровней развития финансовых секторов двух стран на текстильную промышленность крайне интересно. В 1883 г. в Бразилии функционировало 44 фирмы, на которых было порядка 66 тыс. механических веретен. Доля продаж, приходившаяся на 4 крупнейших компании, составляла 37 %. В 1878 г. в Мексике было почти в два раза больше компаний, в 4 раза больше механических веретен, но на долю 4 крупнейших мексиканских компаний приходилось лишь 16 % продаж. Таким образом, мексиканская текстильная промышленность в начале данного периода была гораздо крупнее и менее концентрирована<sup>30</sup>.

Через несколько десятилетий бразильской республики и правления мексиканского диктатора Диаса цифры изменились с точностью до наоборот. В 1915 г. в Бразилии было 180 компаний, около 1,5 млн веретен, а на долю 4 крупнейших фирм приходилось только 16 % продаж. Напротив, в Мексике в 1912 г. было лишь 100 компаний, около 0,75 млн веретен, а на долю 4 крупнейших фирм теперь приходилось 27 % продаж<sup>31</sup>. Бразильская промышленность не только росла быстрее, но и стала менее концентрированной! Естественное объяснение состоит в том, что более жестко контролируемый мексиканский финансовый сектор выделял жалкие крохи своим фаворитам, что привело к более медленным темпам роста и повышению концентрации. Что интересно, в условиях невыполнения правил раскрытия информации даже иностранцам было сложно нарушить сложившееся статус-кво. В результате они финансировали только крупнейшие и наиболее известные фирмы, которые уже имели доступ к финансированию, что

только усиливало степень концентрации. Эта модель поведения сохраняется даже сегодня в странах, которые «косметически», без глубокой реформы открывают границы внешнему финансированию.

Конечно, важно проверить, не могли ли другие факторы обусловить вышеописанную картину в текстильной промышленности. Данные различия могут быть отнесены на счет разницы в темпах роста двух стран или в объеме спроса на текстильные изделия. Национальный доход Мексики в 1877–1910 гг. вырос с 55 до 93 % от национального дохода Бразилии. Доход на душу населения в Мексике рос в 10 раз быстрее, чем в Бразилии (население Бразилии увеличивалось гораздо быстрее за счет иммиграции; в противном случае национальный доход Мексики был бы больше). Поскольку спрос на текстильные изделия растет пропорционально доходу на душу населения, все данные заставляют предположить, что мексиканская текстильная промышленность росла более высокими темпами. Но это было не так, следовательно, неразвитый финансовый сектор сдерживал конкуренцию и рост текстильной промышленности.

Тем, кто решит, что текстильная промышленность в развивающихся странах — особый случай, будет полезно взглянуть на конкуренцию в американской текстильной промышленности в аналогичный период времени. Большинство предприятий по производству текстильных изделий из хлопка было расположено в Новой Англии, а финансовая система в Новой Англии на протяжении практически всего XIX в. базировалась на личных отношениях. Промышленники основывали банки, чтобы те предоставляли займы их предприятиям. Получить полный контроль над доступом к денежным средствам небольшой клике мешало лишь то, что вход для новых игроков в банковский сектор был свободным, и количество банков, и так значительное, продолжало увеличиваться. В 1800 г. в Новой Англии было 17 банков, а в 1860 г. — уже 505<sup>32</sup>. Со временем и бухгалтерский учет стал более надежным, и законы стали лучше исполняться, поэтому финансовая система стала в меньшей степени полагаться на инсайдерские связи, что еще более повысило доступность денежных средств.

Данные предоставляют серьезное свидетельство в пользу того, что финансовая система играет важную роль в повышении уровня

конкуренции в промышленности. Концентрация текстильной промышленности в финансово более развитых США была не просто меньше, чем в Бразилии или Мексике, она стабильно снижалась на протяжении всего данного периода в процессе повышения доступности денежных средств. Поэтому в 1860 г. крупнейшие 4 компании контролировали 12,6 % рынка, а к 1920 г. их доля упала всего до 6,6 %<sup>33</sup>.

### **Финансовая система в отраслях, испытывающих спад**

До сих пор мы говорили о роли развитой финансовой системы для растущей отрасли. Однако для секторов, испытывающих спад, наличие развитой финансовой системы еще более важны. Обеспечивая появление новых игроков, независимые финансовые средства могут помочь отрасли приспособиться к изменениям. Останемся в рамках текстильной промышленности и рассмотрим, что произошло в США в недавнее время.

В последние несколько десятилетий американская текстильная промышленность испытывала спад под жестким давлением внешней конкуренции<sup>34</sup>. В 1976 г. в отрасли было 275 тыс. челночных ткацких станков, а к 1997 г. их осталось всего 10 тыс. В 1992 г. количество заводов в США составляло всего 2/3 от уровня 1972 г. Численность рабочих мест снизилась за это время примерно на 35 %. Эти цифры заставляют предположить, что в отрасли происходит тяжелейший спад, а необходимость во внешнем финансировании крайне ограничена. Однако реальность сложнее.

Заводы действительно закрываются, но и количество новых игроков велико. Например, в 1987—1992 гг. закрылся 31 % существующих заводов. Но в 1992 г. новым игрокам принадлежало 28 % заводов. Может показаться парадоксальным, что открываются новые компании, в то время как старые устойчивые фирмы закрывают свои предприятия и уходят из отрасли. Но эта текучесть сильно упростила трансформацию отрасли.



Компании стали более капиталоемкими: например, сейчас они используют больше робототехники и меньше рабочих. В результате производительность американской текстильной промышленности повысилась: отчасти из-за повышения производительности оставшихся в отрасли компаний, отчасти потому, что производительность компаний, вынужденных уйти из сектора, была низкой, а отчасти потому, что производительность новых игроков была более высокой.

Американские текстильные компании также начали производство совершенно новой продукции (гортекс и полартек). В результате удалось увеличить объемы экспорта отрасли, несмотря на резкое повышение объемов импорта в США. Новые игроки сыграли решающую роль в этой радикальной реструктуризации, преодолев нежелание старых игроков меняться. А появление новых игроков во многом зависит от доступа к внешнему финансированию. Таким образом, даже для отраслей, испытывающих спад, роль финансов является ключевой.

## Мобильность рабочей силы

Мы только что видели, как финансовая система помогает новым компаниям войти на рынок и бросить вызов старым игрокам, таким образом поддерживая высокий уровень конкуренции. Теперь рассмотрим, как она помогает расширить спектр возможностей для физических лиц.

Одним из очевидных способов измерить степень влияния финансов в данном аспекте является оценка их влияния на возможности физического лица начать собственное дело. Самостоятельная занятость — водопроводчика ли, владельца ли магазина — обычно требует начальных вложений. Для всех, кроме счастливиц, родившихся богатыми, финансовая система — единственный источник получения таких средств. Таким образом, в условиях более развитой финансовой системы организовать собственное предприятие должно быть проще. Обратимся к статистике.

В разных регионах Италии различия в степени доступности финансовых средств обуславливают различия в индивидуальной мобиль-

ности. Даже после учета прочих региональных различий мы видим, что человек, живущий в регионе с наиболее развитым финансовым сектором, имеет на 33 % больше шансов начать собственное дело, чем человек с теми же характеристиками, живущий в регионе, где уровень развития финансового сектора наиболее низок<sup>35</sup>. Снижая потребность в начальном капитале, развитая финансовая система помогает людям начать свое дело в более раннем возрасте (как поисковый фонд, упомянутый во введении). В большинстве развитых в финансовом отношении регионов предприниматели в среднем на 5,5 лет моложе. Таким образом, развитие финансового сектора оказывает значительное влияние на экономическую мобильность.

Другим способом определить уровень мобильности является изучение способа получения богатства. С 1987 г. журнал «Forbes» публикует список самых богатых людей мира с указанием, унаследовали ли они основную часть своего состояния или добились успеха собственными силами. Последний раз «Forbes» публиковал список тех, чье состояние превышает 1 млрд долл., в 1996 г. (после этого число миллиардеров стало слишком большим). Начнем с числа миллиардеров в каждой стране в 1996 г. — до того, как интернет-бум создал новое поколение скороспелых миллиардеров (состояние которых было эфемерным). Чтобы сравнить страны с различными размерами, разделим количество миллиардеров на численность населения страны.

Наибольшее количество миллиардеров на миллион жителей приходится на Гонконг (2,6), за ним следуют Бахрейн и Швейцария (1,7), далее — Сингапур (1,4). В конце списка находятся такие бедные страны, как Перу (0,04), а также такие богатые страны, как Норвегия (0) и ЮАР (0,05).

Еще более показательным является число *самостоятельно добившихся успеха* миллиардеров на миллион жителей. Неудивительно, что в странах, в недавнее время имевших высокие темпы роста, например, Японии или «азиатских тиграх» — Гонконге, Сингапуре, Южной Корее или Тайване — это число достаточно высоко. Интересно, что в США данный показатель (0,26) гораздо выше, чем в крупных европейских странах: в Великобритании, Германии и Франции он в среднем составляет 0,08.

Между количеством миллиардеров, которые сделали себя сами, и размером рынка ценных бумаг страны существует устойчивая положительная корреляция. Эта корреляция наблюдается не только на примере Гонконга, который выделяется по обоим показателям. Если мы не будем учитывать эту бывшую британскую колонию, положительная корреляция сохранится. Увеличение размера рынка ценных бумаг с уровня Франции (50 % ВВП в 1996 г.) до уровня США (140 % ВВП) будет связано с повышением числа самостоятельно добившихся успеха миллиардеров во Франции с 0,07 на миллион жителей до приблизительно 0,30. Все различия между США и Францией по числу миллиардеров на миллион жителей можно объяснить более высоким уровнем развития финансовых рынков в США<sup>36</sup>!

Все, что у нас есть, — это корреляция, которая, как мы подчеркивали выше, не является доказательством существования причинно-следственной связи. Множество других факторов, например уровень поддержки свободного предпринимательства в стране, могут повлиять на возможность скопить состояние в течение жизни. Однако, пока прочие факторы относительно неизменны, мы можем не учитывать их влияние, рассмотрев изменение количества миллиардеров на миллион жителей на протяжении некоторого периода времени. Поскольку первое исследование было проведено «Forbes» в 1987 г., рассмотрим изменения этого показателя с 1987 по 1996 г. В течение этого десятилетия количество миллиардеров, самостоятельно добившихся успеха, возросло в основном в странах, которые вступили в десятилетие с более развитой финансовой системой. На количество миллиардеров, унаследовавших состояние, финансовый сектор оказывает гораздо меньшее влияние.

Итак, неужели то, чему богатые обязаны своим состоянием — наследству или собственным заслугам, — действительно имеет значение? Да! Страны, в которых значительная доля ВВП обеспечивается теми, кто унаследовал свои миллиарды, имеют тенденцию к более медленному росту и меньшим затратам на модернизацию, чем другие страны со сходным уровнем экономического развития<sup>37</sup>. Компании, принадлежащие наследникам их основателей, обычно менее эффективны по сравнению со своей отраслью; их затраты на НИОКР ни-

же<sup>38</sup>. Возможно, самое сильное свидетельство в пользу того, что унаследованное состояние оказывает неблагоприятное влияние на производство стоимости, предоставляет фондовый рынок. Когда компания, чьи акции торгуются на фондовой бирже, назначает своим руководителем потомка основателя, цена на акции падает на 1 %; если же новым руководителем компании становится человек со стороны — цена акций поднимается на 2 %<sup>39</sup>. Эти различия в реакции рынка показывают, как участники рынка оценивают перспективы компании в том и другом случае. Прибыль с активов компаний, которыми управляют потомки их основателей, в течение 2 лет после их вступления в должность снижается на 18 %.

Проблема состоит не просто в получении состояния в наследство, но в отсутствии финансового развития. Более высокий уровень финансового развития дал бы возможность претендующим на богатство конкурировать с «наследниками», вынуждая последних доказывать, что они действительно достойны управлять унаследованными компаниями. Это также позволило бы хорошим предпринимателям выкупать контрольные пакеты фирм, принадлежащих некомпетентным «наследникам», что препятствовало бы растрате средств. Некоторые «наследники» могут всеми силами держаться за свой пост, но развитые финансовые рынки снижают масштабы проблемы. Чрезмерная доля состояний, полученных в наследство, в условиях общества с низким уровнем развития финансовой системы оказывает особенно пагубное влияние на процветание страны.

## Резюме

Каждое революционное правительство, которое отправляет банкиров на гильотину, вскоре — когда колеса торговли замирают — испытывает желание их воскресить. Финансы — смазка для процесса экономического роста — расширяют экономические возможности тех, кто не имеет средств. В 1911 г. австрийский экономист Йозеф Шумпетер писал: «Даже самые консервативные, ортодоксальные теоретики не смогут отрицать, что здание современной промышленности не могло

быть воздвигнуто без них [финансов], что они в определенной степени делают человека независимым от наследуемого имущества, что талант в экономической жизни “движется к успеху на своих долгах”»<sup>40</sup>.

С тех пор, как Шумпетер написал эти слова, многие теоретики оспаривали подобное мнение. Недавние исследования заставляют предположить, что Шумпетер был прав.

Критики перешли от вопросов о том, действительно ли финансы оказывают некое влияние, к жалобам о рисках, связанных с процессом либерализации финансового сектора. Действительно, в стране, осуществляющей либерализацию, вероятность финансовых кризисов повышается. Это не должно вызывать удивления. Как человека, который не вылезает из постели, не может сбить машина, так и экономика без либерализации не пострадает от кризиса, но постепенно погибнет от «сидячего образа жизни».

На самом деле, процесс либерализации оказывает наиболее отрицательное влияние на страны со слабой институциональной средой, о чем свидетельствует высокий уровень коррупции, неэффективность государственного аппарата и неадекватное исполнение контрактов<sup>41</sup>. Вместо того, чтобы принять конкуренцию, компании с устойчивым положением в таких странах пытаются с ней бороться. Они запутываются в сетях оборонительных картелей и личных взаимоотношений заемщиков и заимодавцев, которые делают всю систему непрозрачной, негибкой и особенно подверженной экономическим потрясениям.

Было бы соблазнительно предположить, что странам со слабой институциональной средой следует отложить либерализацию финансового сектора до тех пор, пока они не укрепят свои институты. Мы не согласны с подобным предписанием. Мы утверждаем, что институциональная среда не является независимой от уровня конкуренции и открытости экономики. Немногие влиятельные лица занимают руководящие позиции в условиях неразвитой среды и абсолютно не желают укрепления институтов. Их политическая власть ослабнет только в том случае, если конкуренция умирот их экономическую власть. Поэтому институциональная среда вряд ли улучшится без конкуренции.

Это означает, что благосостояние стран со слабой институциональной средой повысится, если они осуществят либерализацию, не-

смотря на повышение вероятности кризиса, и это утверждение подкрепляется статистическими данными<sup>42</sup>. Разработчики политики должны принять меры, чтобы снизить издержки возможного кризиса для тех, кто наиболее уязвим, а также риск возможной политической отрицательной реакции. Но, в конце концов, жителям страны придется удовлетвориться осознанием того, что вместе с повышенным риском кризиса либерализация приносит перспективы весьма реальной прибыли.

Мы начали эту книгу с утверждения, что капитализм — или точнее, система свободных рынков — это наиболее эффективный способ организации экономической деятельности и что ядром этой системы являются свободные финансовые рынки. Первая часть этой книги была посвящена обоснованию данного утверждения. Мы увидели, что, несмотря на все свои недостатки, свободные финансовые рынки создают возможности, поддерживают конкуренцию, стимулируют модернизацию и, в конечном счете, способствуют экономическому росту. Более того, хотя кажется, что капиталистической системе присуще множество проблем, большая их часть является результатом неразвитости финансовой системы; с развитием сектора их давление снижается.

Теперь, когда мы поняли, что в целом свободные финансовые рынки вносят значительный вклад в расширение возможностей и процветание, немедленно возникает вопрос: «Почему в одних странах финансовые рынки процветают, а в других нет?» К этому вопросу мы и обратимся во второй части книги.

## ЧАСТЬ II

# КАК ПОЯВЛЯЮТСЯ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ?





## ГЛАВА 6

# Укрощение государства<sup>1</sup>

Если выгоды от деятельности финансовой системы столь велики, почему устойчивые финансовые системы начали появляться только в XIX в., а во многих развитых странах их формирование началось только в конце XX в.? Почему для большинства стран нормально функционирующая финансовая система все еще нереальна?

Наш ответ будет одновременно и простым, и подробным: простым, потому что мы утверждаем, что в первую очередь развитие финансовой системы зависит от желания власть имущих; подробным, потому что нам требуется объяснить, каковы причины противодействия развитию финансовой системы, какие формы оно принимает и когда и почему его можно преодолеть. Собственно говоря, всем этим вопросам будет посвящена вся вторая часть книги.

Практически для любого института капитализма неперенным условием работы является соблюдение прав собственности каждого гражданина. Это означает больше, чем просто разрешение каждому индивидууму владеть частной собственностью и осуществление данного права: это также означает более широкое соблюдение норм права путем облегчения и обеспечения исполнения частных контрактов, предотвращения произвола и произвольного налогообложения. Все это особенно важно в отношении финансовой системы, так как те, кто сберегает деньги, не станут открывать размеры своего состояния, не говоря уже о предоставлении займов, если не будут уверены в том, что его не украдут, или, что то же самое, оно не уйдет на налоги.

Ключевым элементом обеспечения безопасности собственности сегодня является не степень жадности граждан (сильное государство

всегда сможет сломить их сопротивление) и даже не степень алчности иностранных захватчиков (в последнее время война ведется не для того, чтобы путем грабежа присвоить собственность граждан вражеского государства). Ключевым элементом обеспечения безопасности собственности является готовность государства соблюдать право собственности своих граждан.

Некоторые страны прошли долгий путь. В США или Великобритании, которые ныне могут служить образцами для подражания в данном вопросе, в прошлом лишение богатых кредиторов собственности было обычным делом. Другие страны сейчас меньше соблюдают права собственности, чем в прошлом. Это заставляет предположить, что государства не постоянны в своей приверженности соблюдению прав собственности своих граждан. Несмотря на то, что Рим был колыбелью права, а Венеция исторически — источником множества инноваций в бизнесе, Италия сегодня находится позади некоторых своих северных соседей в отношении соблюдения нормы права и прав собственности. Итак, если то, что заставляет людей коллективно договариваться о соблюдении прав собственности, не является чем-то неизменно свойственным их культуре или менталитету, что же это? Следует ли жителям развитых стран беспокоиться о том, будут ли их государства все время соблюдать их права собственности? В данной главе мы будем искать ответы на эти вопросы.

Соблюдение основных прав собственности — это только первый шаг на пути развития финансовой системы. Если вкупе с этим государство не создает необходимую для финансового сектора инфраструктуру или сковывает его нормативным законодательством, он не будет развиваться. Основной причиной, по которой государство даже в условиях конституционной демократии не станет предпринимать необходимых шагов для обеспечения развития финансового сектора или, что еще хуже, двинется в противоположном направлении, является то, что власть находится в руках небольшой влиятельной группы, которая предпочитает, чтобы у всех остальных не было доступа к финансовым средствам. Иными словами, алчное государство — всего лишь первое препятствие. Следующий барьер — это «демократическое» правление меньшинства и для меньшинства. Кто именно составляет это меньшинство, мы рассмотрим в главе 7.

Как можно преодолеть власть этих групп, объединенных общими интересами? В главе 8 мы остановимся на условиях, в которых финансовая система освобождается от оков таких специфических интересов. Мы утверждаем, что недавний взрыв финансового развития по всему миру во многом был обязан возникновению таких благоприятных условий. Третья часть в этой связи посвящена вопросу, является ли финансовое развитие необратимым процессом. Ответ, к сожалению, — не обязательно. Но мы забегаем вперед. Давайте сначала зададимся вопросом, почему нужно укротить государство и как это сделать.

## Основной аргумент

Право собственности — это форма монополии. Оно предоставляет собственнику некоего актива исключительные права на его использование и исключает из числа возможных пользователей других людей. Но что обеспечивает собственнику данное право? Соблазнительно было бы ответить: «Закон». В современных развитых странах соблюдение права собственности действительно обеспечивается посредством правовой системы, но такой ответ порождает следующий вопрос: что дает закону силу? Почему в одних странах законы соблюдаются и выполняются, а в других — нет?

Одним из возможных объяснений является природа государства. Многие утверждают, что государство может продемонстрировать заслуживающую доверия готовность не конфисковывать имущество своих граждан, конституционно повышая «компенсационную» власть парламента и судебной системы<sup>2</sup>. Однако утверждение, что государство может продемонстрировать свое стремление соблюдать права собственности, устанавливая более демократический политический процесс, который будет сдерживать автократическую власть государства, является несколько неполным. Большинство законов можно изменить на национальном уровне. Государство может обойтись без демократического политического процесса. Таким образом, политическую власть нельзя просто даровать законодательным актом или изменением конституции. Гораздо более полезно было бы представлять передачу по-

литической власти и охрану прав собственности не только политическим или юридическим феноменом, но отчасти и экономическим явлением. Именно этот подход мы и возьмем на вооружение.

Чтобы сделать это, нам придется вернуться во времени к тому периоду, когда соблюдение законов было маловероятным даже в тех странах, где сейчас права собственности полностью соблюдаются, и постараться прийти к пониманию того, как появилось базовое соблюдение прав собственности. Чтобы наше представление о вопросе было четко основано на фактах, мы рассмотрим, как Англия за столетие с небольшим превратилась из государства под управлением авторитарного деспота в страну с конституционной монархией. Однако, прежде чем мы это сделаем, рассмотрим логику наших рассуждений.

Право собственности гораздо легче защитить, если собственник управляет своим имуществом заметно лучше, чем кто-либо другой. Конфискация собственности грозит значительными издержками, поскольку умения и навыки собственника будут уже недоступны — по крайней мере, доступны не в той степени, что раньше — для создания стоимости посредством данной собственности. Таким образом, собственность, принадлежащая тем, кто может управлять ею наилучшим образом, — это собственность, которую защищает не только закон, но и экономическая стоимость. В той степени, в которой государство принимает во внимание экономическую стоимость — является ли тому причиной власть, которую можно приобрести с ее помощью, или налоги, которые с нее можно получить, — экономически эффективное распределение прав собственности гораздо более надежно, чем распределение, основанное на исторической случайности или капризах короля<sup>3</sup>.

Такие политические институты, как парламент, тоже важны в данном аспекте. Если собственники разобщены, парламент поможет им объединиться и скоординировать свои действия. Но демократические институты — это инструмент, а не источник их власти. И дело здесь не только в семантике. В условиях «неправильного» распределения собственности стране будет сложно установить нужное равновесие между властью государства и властью народа, вне зависимости от степени демократичности ее институтов.

На данном этапе наши рассуждения могут казаться просто гипотезой, но сейчас мы приведем обоснования. Мы рассмотрим, почему в

Англии права собственности начали соблюдаться в определенный исторический период, и почему остальным странам понадобилось так много времени, чтобы последовать по стопам Англии. Несмотря на то, что наш анализ большей частью касается событий прошлого, он актуален и сегодня, причем не только для таких стран, как Россия, которые пытаются обеспечить защиту прав собственности своих граждан, но и для стран, где права собственности соблюдаются, чтобы закрепить данную ситуацию.

## Алчное правительство

Защита собственности началась с защиты от чужеземных захватчиков. Общее повышение уровня жизни в Западной Европе с начала второго тысячелетия можно, по крайней мере отчасти, отнести к обеспечению безопасности ее восточных границ, положившему конец нашествиям варваров. Таким образом, военная безопасность — это важный элемент экономического и финансового развития. Но ее недостаточно. Более высокая степень военной безопасности не означает автоматического улучшения условий для финансовой системы. Собственно говоря, города Западной Европы, которые стали важнейшими финансовыми центрами (вначале Флоренция, Генуя и Венеция, затем Гамбург и города Ганзейского союза), были не политическими столицами тогдашних военных сверхдержав, а независимыми городами, практически беззащитными перед иноземными завоевателями, за возможным исключением Венеции. Почему же они преуспели, а Париж, Вена и Мадрид — нет?

Военная мощь страны не обязательно создает чувство экономической защищенности у ее граждан. Собственно говоря, на протяжении почти всей истории все было наоборот. Чем сильнее военная мощь государства, тем больше оно нуждается в средствах на содержание солдат и тем сильнее искушение просто взять эти средства у своих граждан (особенно если нет возможности отправиться в завоевательный поход и ограбить жителей других стран). История изобилует примерами того, как богатые люди становились жертвами могущественных монархов. Судьба

тамплиеров в начале XIV в. четко демонстрирует, что происходит, когда нуждающийся король идет против своих подданных, вне зависимости от их морального авторитета и военной мощи.

Члены Воинствующего Ордена Рыцарей Храма Соломона, более известные как тамплиеры, или храмовники, были фактически первыми международными банкирами. В большинстве своем они набирались из младших дворянских сыновей, которые не имели возможности унаследовать титул или состояние. Они посвящали себя церкви; изначально они жили у развалин Храма Соломона в Иерусалиме, откуда и произошло наименование ордена. Они взяли на себя долг охраны основных путей, по которым совершались паломничества в Иерусалим. Их жизнь была простой и суровой, а страсть они отдавали сражениям. Смерти они, что очевидно, не боялись, и поэтому были одними из самых отважных воинов на земле<sup>4</sup>.

Тамплиеры получали дары от благодарных паломников и благочестивых людей — так их богатство увеличилось. Они стали владельцами одних из самых мощных замков в мире. Благодаря воинской доблести храмовников, в те беспокойные времена эти замки служили идеальными сокровищницами. Король Иоанн Безземельный передал на хранение в лондонскую резиденцию ордена драгоценности короны, а в 1261 г. его сын Генрих III, который имел напряженные отношения с дворянством, счел, что более надежно драгоценности будут укрыты в парижском замке ордена<sup>5</sup>.

Замки тамплиеров образовывали сеть «банковских отделений», что означало, что они могли выдавать наличные, как на обоих побережьях Средиземного моря, так и в Париже и Лондоне, в необходимое время и в той монете, которая имела хождение в данной местности<sup>6</sup>. Рыцарь мог отдать деньги на хранение в Париже и получить их в соответствующей валюте в Иерусалиме. Эту систему — «American Express» времен крестовых походов — использовали крестоносцы, чтобы не оставаться без денег в дороге. Конечно, тамплиеры вносили плату и за обмен, и за перевод денег. Они предоставляли и другие банковские услуги. Сохранившиеся пергаментные свитки свидетельствуют, что замок тамплиеров в Париже играл роль, подобную функциям расчетной кассы современного банка: он открывался в определенное время и

предоставлял клиентам возможность отдавать на хранение и забирать деньги. Клиентами тамплиеров были видные деятели того времени, в том числе августейшие особы, высокопоставленные представители духовенства, дворяне и богатые купцы<sup>7</sup>.

Финансовые функции тамплиеров скоро составили конкуренцию их военным задачам и даже превзошли их. Храмовники были доверительными собственниками и душеприказчиками крестоносцев, играли роль сборщиков налогов для монархов и пап и служили финансовыми советниками у богатых и могущественных людей.

В погребах тамплиеров постоянно хранились весьма значительные суммы денег. К сожалению, несмотря на мощь укреплений, против решительного суверена им было не устоять. В 1263 г. во время конфликта с Симоном де Монфором принц Эдуард Английский ворвался в сокровищницу их лондонской резиденции. Он взломал сундуки и захватил деньги, принадлежащие некоторым баронам и купцам. Его сын, Эдуард II, после смерти своего отца поступил точно так же. Педро III Арагонский взял штурмом сокровищницу тамплиеров в Перпиньяне. Собственно говоря, удивительно не то, что монархи осаждали твердыни тамплиеров, а то, что этих случаев было так мало, учитывая силу соблазна и традиционно пустую королевскую казну. Стеснительность королей на протяжении века во время возвышения тамплиеров следует отнести на счет морального авторитета храмовников и опасений, что налет, демонстрирующий неприкрытую жадность, подорвет репутацию монархов у церкви.

В 1307 г. Филипп IV Французский, подстегиваемый ужасным финансовым состоянием своей экономики, уже собрав все возможные деньги из традиционных средневековых источников — девальвации валюты и конфискации собственности ломбардцев и евреев, — обратил взор в сторону тамплиеров. Филипп начал пропагандистскую кампанию, целью которой было лишить тамплиеров их морального авторитета. Капитул ордена был арестован во время внезапного налета и обвинен в ереси, отступничестве, поклонении дьяволу, сексуальных извращениях и ряде других прегрешений против средневекового морального кодекса<sup>8</sup>. Они признали свою вину под пыткой, и даже несмотря на то, что позже они отказались от своих признаний, их признали виновными и многих сожгли на костре.

Были тщательно составлены списки всего имущества тамплиеров, принадлежавшие им земли — сданы в аренду, а казна — оприходована королевскими чиновниками. Церковь, не решившись высказать возмущение, решила присоединиться к гонителям храмовников. Папа Климент V распустил орден в 1312 г. и приложил усилия к тому, чтобы часть имущества тамплиеров перешла другим церковным орденам. Таким образом, Филипп добился своей цели — снижения морального авторитета тамплиеров и захвата их активов. Но несмотря на его громкие уверения в обратном, причиной его действий в таких более коммерческих странах, как Италия, сочли исключительно алчность<sup>9</sup>.

Урок, который следует извлечь из участи тамплиеров (а подобные ситуации регулярно повторялись), заключается в том, что ни один собственник — даже могущественные и неприкосновенные особы — не может защитить свое состояние от решительно настроенного государства. Что интересно, важным следствием грабежа, учиненного Филиппом IV, явилось то, что церковь осознала угрозу своей собственности со стороны королей, и потому она перешла от концепции собственности как неизбежного зла (в конце концов, Христос обличал богачей) к решительной ее защите как своего неотъемлемого права. Церковные схоласты стали утверждать, что государство не имеет права распоряжаться собственностью своих подданных, а светские схоласты вскоре подхватили эту тему, находя аргументы в пользу этих утверждений в римском праве<sup>10</sup>. Возможно, именно потому откровенная экспроприация стала реже практиковаться в Западной Европе и в основном была направлена на «неверных», например евреев или арабов.

Жадность была не единственной и даже не самой важной причиной, по которой государства желали заполучить состояние своих граждан. К конфискации имущества собственных граждан их вынуждала отчаянная нужда в средствах для финансирования военных кампаний. В долгосрочной перспективе государства могли финансировать свои расходы посредством налогов. Но война не терпела отлагательств. Вместо того, чтобы конфисковать имущество граждан, можно было брать в долг — альтернатива, слишком хорошо знакомая современным государствам. Но в результате получился парадокс. Облагать налогом более широкие массы населения, чтобы выплатить долг нескольким



кредиторам? Это дорого и не приносит популярности. Государство вернет долг даже под угрозой таких издержек, если нуждается в том, чтобы обеспечить финансирование в будущем. Но если государство имеет возможность убедить нескольких граждан дать больше, чем требуется в настоящий момент (что в средневековье именовалось эвфемизмом «принудительный заем»), то стимулов расплачиваться со старыми долгами у него немного. Это еще более повышает и так высокую вероятность того, что государство не выполнит свои обязательства по долгам, основанные на доверии, и периодически будет прибегать к экспроприации, замаскированной под принудительные займы или дефолты.

Вслед за постоянными жертвами — евреями — государство заставляло раскошеливаться богачей, особенно финансистов. Ростовщики, открыто занимающихся своим делом, церковь предавала анафеме — и они становились «законной» добычей. К тому же, финансисты зачастую хранили свое состояние в ликвидной форме, так что его легко было отнять. Этот аспект даже в нынешние времена делает финансиста вероятной мишенью государственного налогообложения или экспроприации. В этом логика правительства по сути своей повторяет логику грабителя Уилли Саттона, который, когда его спросили, почему он грабит банки, ответил: «Потому что там лежат деньги». В условиях принудительных займов и повторных дефолтов финансовая система отнюдь не процветала, что неудивительно.

Решение парадокса было простым. Государство должно было найти способ поднять доверие к своей платежеспособности, что, в свою очередь, подняло бы доверие к займам, выплата долгов по которым финансировалась налогами. Общеизвестно, что в Венецианской республике, Голландии, а в конце XVII в. и Англии удалось передать власть инвесторам: правительства в этих странах лучше представляли интересы богатых инвесторов, чем в других странах, где была абсолютная монархия<sup>11</sup>. Государству стало сложнее отказываться от своих обязательств по выплате долга. Как именно была осуществлена передача власти, гораздо менее очевидно. Почему? Обратимся к Англии.

## Трансформация английской монархии

Первые короли из династии Тюдоров, Генрих VII и Генрих VIII, были одними из самых алчных и деспотичных монархов. Они не считались ни с одним институтом управления, который мог ограничить их власть, — ни с аристократией, ни с церковью, ни с парламентом и судебной системой. Генрих VII планомерно лишал собственности представителей крупной аристократии, которые, как он полагал, угрожали престолу. Генрих VIII не только шел по стопам своего отца, но и совершил один из крупнейших земельных захватов в истории — распустил английские монастыри и захватил их земли, по некоторым оценкам, составлявшие до 30 % земельных владений в Англии того времени. Этого, однако, было недостаточно. Вдобавок, Тюдоры брали постоянные «добровольные» займы у богатых подданных. Например, некий Ричард Рид, который во время одного из поборов Генриха VIII не отдал деньги, оказался в бедственном положении: «Английская армия в то время находилась на шотландской границе. Рида отправили в солдаты за его собственный счет; полководец... получил приказ посылать его на самые сложные и опасные задания, а в лагере подвергать его тяжелейшим лишениям, чтобы он сполна поплатился за свое безрассудство и упорное неповиновение»<sup>12</sup>.

Стюарты продолжили практику экспроприации. Уже в 1672 г., во время печально известной приостановки казначейством выплат по долгам, Карл II приказал приостановить выплаты по долгам банкирам, составлявшие порядка 1,3 млн фунтов стерлингов; годовой доход короны в это время составлял менее 2 млн фунтов стерлингов<sup>13</sup>.

Тем не менее вскоре после этого Англия стала конституционной монархией. Во время Славной революции 1688 г. Иаков II Стюарт был свергнут; вместо него на престол взошли Вильгельм и Мария. Новые монархи согласились принять Декларацию прав. Престол признал верховную законодательную власть парламента; так, создание регулярной армии в мирное время отныне требовало согласия парламента. Более того, судей нельзя было сместить с должности произво-

лом, что усилило индивидуальные свободы и права собственности граждан по отношению к короне.

Доступность займов для английского правительства повысилась феноменальным образом. В 1688 г. правительственный долг составлял порядка 1 млн фунтов стерлингов, или около 2—3 % ВВП. В основном займы были краткосрочными (вспомним, что, не будучи уверены в заемщике, заимодавцы предоставляют только краткосрочные займы); проценты по долгам составляли от 6 до 30 % годовых, в то время как голландское правительство имело возможность брать долгосрочные займы под 4 % годовых<sup>14</sup>. К 1697 г. правительственный долг увеличился в 17 раз и достиг 40 % ВВП, причем значительную его долю составляли долгосрочные займы. Непосредственной причиной увеличения правительственного долга была война с Францией, но оно также свидетельствовало о большей готовности инвесторов предоставить кредит правительству. Даже при росте объемов правительственного долга процентные ставки снижались — с 14 % вскоре после революции до порядка 6 % в 1697 г.

Принятое в настоящее время объяснение состоит в том, что конституционным путем усилив «компенсирующую» власть парламента и судебной системы, престол продемонстрировал инвесторам твердое намерение не предпринимать попыток лишить их собственности<sup>15</sup>. Парламент представлял и финансовые круги — купцов и финансистов (партия вигов), и земельную аристократию (партия тори). Учитывая состав парламента, увеличение его власти в результате ограничения власти короля повысило сохранность собственности и надежность финансовых соглашений. В свою очередь, инвесторы стали осуществлять вложения с большей уверенностью. Таким образом, внутренние конституционные ограничения власти английской короны позволили ей привлекать крупные суммы денег в сжатые сроки, что превратило Англию в одну из самых могущественных европейских держав<sup>16</sup>.

Тем не менее, утверждение, что государство может продемонстрировать твердое намерение соблюдать права собственности путем установления более демократического политического процесса, который будет ограничивать деспотическую власть государства, является несколько неточным. Если бы предоставить убедительные доказательства

твердости своих намерений было бы так просто, почему другие государства, особенно такие национальные государства, как Франция и Испания, постоянно нуждающиеся в денежных средствах, этого не делали?

Одной из причин могут являться обстоятельства, в которых они находились. Например, можно утверждать, что английское государство было гораздо проще укротить, поскольку у него не было регулярной армии, выполняющей его деспотические приказы, а выделение денежных средств на создание армии должно было быть одобрено парламентом. Поскольку многие члены парламента владели собственностью, парламент вряд ли одобрил бы создание армии для лишения граждан их имущества. Напротив, у французских и испанских королей регулярная армия была: внешние угрозы были более непосредственными, а дополнительная защита наподобие Ла-Манша, который предоставлял Англии фору во времени, отсутствовала. Таким образом, эти монархи не могли установить надежные внутренние ограничения власти своих государств, несмотря на то, что им тоже отчаянно не хватало средств.

Однако не следует слишком полагаться на различия в географическом положении. Трудно поверить, что отсутствие в Англии регулярной армии было основной причиной ограничения власти короля. В конце концов, даже если Англия, окруженная морями, не была так уязвима для внезапного нападения, как Франция и Испания, английский король имел несколько меньшие регулярные полицейские формирования, чтобы поддерживать мир в пределах страны, и использовал их для экспроприации собственности подданных. Или, если посмотреть на это с другой стороны, даже если, согласно конституции, королю требуется согласие парламента на создание армии, он может просто проигнорировать тонкости конституции, как только ему будут переданы средства, и обратить войска против парламента. Верность армии в этом случае будет зависеть от того, кто сможет в конечном счете предложить ей более выгодные условия (в конце концов, в Древнем Риме тоже пытались держать популярных военачальников и их армии вдали от центров власти, но в итоге многие из последних императоров были избраны преторианской гвардией). То, что король

не пытался или не мог повернуть армию против парламента, заставляет предположить, что здесь действовали другие факторы.

С одной стороны, крупная аристократия, которая окружала феодальных монархов, имела мощные армии. С другой стороны, государства, чья власть была ограничена конституцией, и концепция соблюдения прав собственности сформировались только после распада феодальных отношений. Почему не раньше? Утверждение, что государства получили больше возможностей для привлечения заемных средств, установив систему ограничений и противовесов собственной власти, кажется несколько неполным. Что это была за сдерживающая сила?

Возможно, более разумным было бы спросить, может ли какое-либо государство установить уравнивающую власть, особенно того типа, который обусловлен конституцией. Альтернативное мнение состоит в том, что взаимодействие между облеченными властью силами внутри страны редко регулируется конституционными установлениями, поскольку на уровне страны большинство из них можно изменить. Политическую силу непросто даровать законодательным актом или поправкой к конституции. У нее гораздо более глубокие корни, отчасти лежащие в самом владении собственностью. Более рациональным было бы воспринимать передачу политической власти и соблюдение прав собственности как связанные процессы, в рамках которых собственность, права на которую соблюдаются, в итоге становятся источником политической власти.

Продолжая эту линию аргументации, следует сказать, что английский парламент приобрел власть не в результате конституционных изменений, вызванных Славной революцией 1688 г. Он уже обладал властью, как свидетельствует низложение двух королей из династии Стюартов — Карла I и Иакова II. Следовательно, конституционные изменения во многом отражали взаимоотношения властных кругов, которые уже существовали до этих изменений, в то время как конфликт между Стюартами и парламентом был всего лишь отчаянным сопротивлением престола неизбежному изменению баланса сил. Конечно, конституционные изменения делают процесс передачи власти менее обратимым. Мы полагаем их скорее кульминацией, а не началом данного процесса, и вот почему.

## Упадок аристократии и формирование рынка

Конституция — это просто слова, написанные на бумаге, а зачастую и вообще никак не оформленные. Парламент не командовал армиями прямо. Как он мог получить больше власти над королем, чем феодалы с их верной свитой, которые окружали средневековых монархов? Обратимся к более ранней истории. Первая часть ответа — упадок крупного дворянства.

Генрих VII, претендент на престол от Ланкастеров, неожиданно победил Ричарда III на Босвортском поле в 1485 г., закончив войну Алой и Белой розы между домом Йорков и домом Ланкастеров. Права Генриха на престол были сомнительны, и он начал уничтожать тех, кто угрожал его положению. Одним из способов было прямое нападение на наиболее могущественных дворян, конфискация их земли и продажа ее по частям — поскольку их власть основывалась на земельных владениях, — чтобы ни один возможный наследник не представлял собой подобной угрозы. Генрих VIII продолжил эту политику, казнив, среди многих прочих, герцога Бэкингемского, самого высокородного и богатого дворянина. Тюдоры позаботились и о том, чтобы не создавать новых центров власти: за время своего правления они никому не пожаловали герцогских титулов<sup>17</sup>.

С некоторыми из наиболее могущественных дворян Тюдоры разделались с помощью сфабрикованных обвинений, но применить этот метод можно было не ко всем. Источником насильственной власти феодала являлись его вооруженные вассалы. Поскольку рынок для продуктов или земли был небольшим, излишки, производимые феодалом, использовались для того, чтобы прокормить его свиту слуг и земельных арендаторов<sup>18</sup>. Он предлагал им защиту от бродячих разбойников (или от других феодалов, которые в те времена ничем не отличались от разбойников) и сдавал им землю в аренду по низким ставкам. В обмен они предлагали ему свою верность и оружие и носили его геральдические цвета в знак своей вассальной службы. С помощью своего вооруженного отряда феодал запугивал суды, соперников и даже короля.

Чтобы разобраться с этими вооруженными отрядами, Генрих VII принял ряд законов, согласно которым верность любого подданного должна в первую очередь принадлежать королю, а не местному феодалу. Он запретил кому-либо принимать на службу королевских должностных лиц и восстановил действие старого закона, который разрешал носить цвета дворянина только его домашним слугам. Дворян, которые продолжали содержать вооруженные отряды, Генрих наказывал в назидание другим.

Тем временем у феодалов появилась другая, столь же веская причина распустить свои вооруженные формирования. В процессе расширения рынка сбыта для продуктов, излишки, производимые землей, можно было продавать, вместо того, чтобы давать слугам или арендаторам. Прокорм свиты больше не был бесплатным. С ростом цен на землю и развитием рынка земли дворяне стали осознавать, во что им обходится содержание верных, но неэффективно работающих арендаторов. Арендаторы, работавшие более эффективно, также понимали, что на службе у лорда они тратят свое время впустую, тогда как обработка собственной земли была более прибыльным занятием. Они предпочитали заплатить арендную плату за землю наличными по рыночным ценам, чем платить по цене ниже рыночной и оставаться на службе у дворянина. Таким образом, с расширением рынков такие нерыночные отношения, как военная служба, оказались под давлением. С разными формами данного явления мы встретимся еще не раз.

Более того, долгие годы мира во время правления Тюдоров лишили аристократов возможности использовать свои вооруженные отряды даже для того, чтобы выполнить традиционные феодальные обязательства перед королем. Когда издержки на содержание отрядов стали более очевидными, а выгоды сократились, некоторые феодалы распустили свои отряды. Процесс стал самоподдерживающимся. Поскольку одним из преимуществ содержания отряда была защита от других лордов, меньшие отряды предоставляли еще меньше преимуществ. Таким образом, с течением времени феодалы потеряли свою власть вследствие давления со стороны престола и под воздействием экономических сил. «Герцог Бэкингемский начала XVI в. со своими замками, оружейными и сотнями вооруженных арендаторов» уступил

место «герцогу Ньюкаслу середины XVIII в. с домами в палладианском стиле» и политическими связями<sup>19</sup>. Тюдоры и рынок, который они помогли создать, успешно сокрушили насильственную власть аристократии.

## Возвышение класса помещиков

Кто занял место аристократии? Осуществленные первыми Тюдорами крупные конфискации, которые завершились роспуском монастырей, привели к появлению на рынке множества земельных участков. Некоторые из этих земель были пожалованы в награду, но большая часть была продана, что принесло королевской казне огромные прибыли. Будучи прямо заинтересованы в рыночной стоимости земли, английские монархи изменили закон о правах на владение землей, дав возможность собственникам продавать ее при необходимости. В дополнение к тем эффектам, которые мы отметили ранее, процветающий рынок земли имел еще некоторые. Во-первых, более преуспевающие фермеры, доходы которых с их земли были более значительными, могли покупать больше, в то время как те, кто не добился успеха, продавали свою землю, либо ее конфисковывали и продавали их кредиторы. Во-вторых, фермеры, которым принадлежали разрозненные участки земли, могли объединять свои земельные владения и повышать эффективность управления ими<sup>20</sup>. В-третьих, такие преуспевающие профессионалы, как стряпчие и купцы, могли покупать землю — извечный символ статуса — и применять к ней современные методы управления<sup>21</sup>. Земля перешла в руки более способных фермеров и более компетентных управляющих.

Последствием вышеописанного процесса стало формирование промежуточного класса между феодалами и крестьянами — класса помещиков (или нетитулованного дворянства, джентри). Последние были более непосредственно вовлечены в процесс землепользования и приспособлены к тому, чтобы идти на риск, используя новые методы. Типичного представителя класса «большое богатство не искушало вести сонную жизнь рантье; он был менее, нежели более крупные земле-



владельцы, отягощен долгом перед правящими кругами; он делал свою работу для себя, не полагаясь на неуклюжий механизм, который мог бы работать вместо него; в общем, не собственность владела им, но он обладал своей собственностью»<sup>22</sup>.

Таким образом, он был способен гораздо лучше использовать землю, на которой вел хозяйство, и был гораздо теснее связан с ней, чем крестьянин или феодал.

Когда земельные владения были обширными, для управления ими и получения доходов с них требовались навыки контроля: феодал назначал надсмотрщиков; в низу иерархии находился крестьянин. Крестьянин мог бы как следует узнать землю и повысить ее производительность, но, не являясь собственником, он не имел к тому стимулов или возможностей. Собственно говоря, в раннем средневековье в Англии, а в других странах до довольно поздних времен крепостные не имели права владеть землей, должны были передавать свои заработки хозяевам, при этом их продавали и покупали вместе с землей, которую они обрабатывали<sup>23</sup>. Более того, для облегчения контроля со стороны феодала отдельный крестьянин зачастую «не выбирал, когда или что сеять; он должен был пахать или жать вместе со всеми остальными и сеять те же семена»<sup>24</sup>.

В то время как феодала, возможно, с раннего детства готовили к тому, чтобы руководить надсмотрщиками и управлять своим поместьем, он не имел непосредственного отношения к земле: земельные владения были слишком обширны, чтобы один человек мог хорошо их узнать. Управление часто было просто поддержанием традиции, за пределы которой выходили немногие аристократы. В результате доходы с земли реально не зависели от того, владел ли ею конкретный феодал или другой человек, столь же способный руководить надсмотрщиками и следовать обычаям. Говоря экономическим языком, доходы феодала с земли были чистой рентой: они происходили просто от его собственности на землю, иной экономической связи между собственником и собственностью практически не существовало.

Кроме того, степень защищенности собственности не оказывала заметного влияния на размеры доходов. Поскольку трудящийся крестьянин не владел землей и обрабатывал ее в соответствии с желания-

ми феодала, большая степень защищенности собственности феодала не имела большого значения для крестьянина. Конечно, у феодала могли быть какие-либо дополнительные стимулы улучшать свои земельные владения, если он знал, что на них никто не посягнет, но в условиях применения принципов экстенсивного сельского хозяйства значительного увеличения доходов бы не произошло.

Учитывая все вышеперечисленное, феодал сохранял собственность на свои обширные владения только потому, что содержал достаточно вооруженных людей, чтобы препятствовать алчности монарха. Если монарх не опасается вопросов о легитимности конфискации чужих наследственных владений и не боится, что другие феодалы объединятся против него, а вооруженный отряд отдельного аристократа невелик, его собственность может сменить владельца и сменит, когда этого пожелает монарх. Неэффективная структура собственности сама по себе является причиной ее уязвимости. С точки зрения короля, один феодал ничем не отличается от другого, поскольку способности каждого к управлению позволяют производить примерно одинаковый объем излишков для налогообложения. Единственной гарантией соблюдения прав собственности в те времена была благосклонность сюзерена. Права собственности просто не могли соблюдаться в условиях, когда собственник был полностью заменим.

Ситуация фермера, принадлежавшего к классу землевладельцев, которому принадлежат меньшие (но вполне жизнеспособные экономически) участки земли, была иной. Во-первых, само происхождение этих участков — обычно через приобретение на собственные накопленные средства, а не через наследство или обычай, — указывало на то, что он обладает умениями, которые не требовались ни феодалу, ни крестьянину. Во-вторых, на земле, на которой он вел хозяйство самостоятельно, он сам принимал решения о том, что и где сажать, экспериментировал с севооборотом и методами орошения, изучал роль погоды в каждое время года, выяснял, какие деревья дают полезную тень, и т. д. По обеим причинам фермер-земледелец гораздо более эффективно использовал свою землю. К тому же, глубокое знание возможностей земли позволяло ему выбирать подходящих арендаторов.

Коротко говоря, быстрорастущий рынок земли передал землю в руки ее пользователя, создающего самую высокую стоимость, — компетентного фермера-землевладельца. В процессе того, как он все лучше узнавал свою землю, его способность производить стоимость только повышалась, поэтому, с учетом обстоятельств того времени, он становился, несомненно, самым экономически эффективным землевладельцем. В отличие от аристократа, если бы земля фермера-землевладельца подверглась экспроприации, стоимость этой земли значительно бы снизилась, поскольку его навыки управления невозможно было заменить. Со стороны дальновидного государства было бы разумно постоянно взимать с каждого такого фермера налог, чем конфисковывать имущество любого из них. К тому же, соблюдение прав собственности увеличило бы размер налоговых выплат, производимых землевладельцем, поскольку тогда он получал бы более сильный стимул вкладывать средства в землю и производить прибыль.

Эти экономические соображения не имели для Тюдоров первостепенного значения — аристократов они боялись гораздо сильнее. Стремясь еще сильнее подорвать власть феодалов, король все в большей степени передавал полномочия по сбору налогов и отправлению местного правосудия землевладельцам<sup>25</sup>, что впоследствии сделало землевладельцев жизненно необходимыми для короны: «Истина заключалась в том, что закон, как они [джентри] применяли и понимали его, и местные органы власти в Англии поставили повседневную жизнь страны во всем в зависимость от себя, и едва ли — от престола. Все — суды, деятельность приходов, исполнение закона о бедных, жизнь города и страны — могло совершаться без короля, но без джентри оно стало невозможным. Иными словами, джентри были жизненно важны для власти короля, но он не был необходим для их власти»<sup>26</sup>.

Короче говоря, землевладельцы приобретали все большую экономическую власть и одновременно становились ключевыми фигурами в управлении землей. С точки зрения общей производительности сельскохозяйственного сектора, это, возможно, было хорошо, поскольку их административная незаменимость уверила их в защищенности их собственности, что, несомненно, повысило их производительность и еще более усилило сохранность их собственности.

Процесс возвышения класса помещиков был устойчивым. По одной из оценок, в правление Генриха VIII количество эсквайров (мелкопоместных дворян) составляло тысячу человек (существует определенный разброс мнений относительно того, кого именно считать эсквайром, хотя традиционно это относится к джентри), ко временам Елизаветы увеличившись до 16 тысяч. Несомненно, устойчивый рост производительности сельского хозяйства в Англии относится к временам формирования класса мелкопоместного дворянства. В свое время исследователи не ставили под сомнение тот факт, что производительность нового класса была гораздо выше, чем у феодалов и крестьян, которым он пришел на смену<sup>27</sup>. Впоследствии идеология вовлекла исследователей в дебаты о том, чьей именно заслугой является повышение производительности, однако в последнее время предпринимались попытки использовать данные больших выборок, чтобы отделить факты от полемики<sup>28</sup>. Данные заставляют предположить, что сформировавшийся класс помещиков-землевладельцев в XVI—XVII вв. действительно внес значительный вклад в революцию в производительности<sup>29</sup>. Соответственно, увеличивалось и богатство джентри. К 1600 г., по слухам, они были в три раза богаче, чем церковь, дворянство и богатые крестьяне вместе взятые<sup>30</sup>.

Итак, упадок аристократии сопровождался возвышением помещиков. Мы утверждаем, что помещики имели больше возможностей ограничить власть монарха, чем крупные феодалы. Как это произошло? В конце концов, сквайры по отдельности обладали гораздо меньшей властью и были гораздо сильнее рассредоточены территориально, чем феодалы. Что сплотило их против короля?

## Парламент и происхождение собственности

Крупным, рассредоточенным в пространстве группам труднее координировать действия своих членов, чем меньшим по численности и компактным, — к этому тезису мы еще вернемся в последующих главах. Несмотря на многочисленность и рассредоточенность в пространстве, крупные группы помещиков смогли собраться вместе. Происхо-

ждение их собственности обеспечило их общим интересом — ее защитой, в то время как парламент предоставил площадку для собраний, где можно было скоординировать свои действия. Таким образом, джентри смогли преодолеть препятствия к осуществлению коллективных действий, которые обычно мешают крупным группам. Объясним подробно, почему им это удалось.

Распустив монастыри, Генрих VIII бросил вызов власти Рима. Противостоящие силы могли поставить под сомнение законность его правления и угрожать ему, если бы получили соответствующую поддержку святого престола. Генриху требовались союзники, и он нашел их, распределив церковные земли среди джентри, чтобы «будучи связанными теми же узами личных интересов, они оказали бы сопротивление любой попытке вернуть власть Рима»<sup>31</sup>. По словам британского историка, «участие столь многих людей в разграблении церковного имущества... стало отнюдь не малым преимуществом для нашего гражданского общества, усиливавшего земельную аристократию и вливавшего новую кровь в тех, кто должен был противостоять огромным привилегиям престола. Если истинно (а это так), что богатство — это власть, раздача столь большой доли земель королевства... весьма ощутимо повлияла на вес новых землевладельцев в общем равновесии власти. Можно обнаружить, что семьи, которые сегодня считаются наиболее значительными, за небольшим исключением, создавали [свои поместья] из монастырских или иных церковных владений»<sup>32</sup>.

Консолидируя оппозицию Риму для защиты своих позиций, Тюдоры, таким образом, также консолидировали оппозицию будущим королям. Многие представители джентри с особенной подозрительностью относились к королям, которые имели склонность к католицизму или стремились установить связи с католическими монархами<sup>33</sup>. Именно с этим было в большой степени связано противодействие Карлу I (впоследствии казненному) и Иакову II (свергнутому с престола).

Парламент предоставил разобщенному мелкопоместному дворянству возможность координации действий, необходимую для того, чтобы отстоять новоприобретенную экономическую власть. Исторически парламент представлял собой институт, чье согласие требовалось королю для введения новых налогов. Это был механизм, посредством

которого король договаривался с основными налогоплательщиками; игнорировать его было непросто, особенно когда король начал доверять помещикам сбор налогов. Первые Тюдоры пользовались практически неограниченной властью над парламентом<sup>34</sup>. Елизавете требовалось лишь отдать устный приказ не обсуждать тот или иной вопрос, и парламент воздерживался от обсуждения. Ее канцлер, утверждая в должности нового спикера палаты общин, предупредил его, чтобы палата не вмешивалась в любое дело, касающееся «особы или имущества ее величества, или управления церковью»<sup>35</sup>. Это требование неукоснительно соблюдалось.

С ростом богатства и влияния джентри (а также когда они замечали признаки возвращения к католицизму) их сопротивление росло. Уже к концу правления Елизаветы парламент начал проявлять признаки раздражения, громко жалуясь на создание и продажу монополий на такие товары первой необходимости, как соль. Во времена правления преемника Елизаветы Иакова I парламент уже активно голосовал против предложений короля и выступал за свободу слова и привилегии для своих членов. Иаков тщетно угрожал своему парламенту: «Я человек из плоти и крови, и имею увлечения и привязанности, как и прочие люди; я молюсь, чтобы вы не зашли слишком далеко и не вынудили меня поддаться искушению власти»<sup>36</sup>. Парламент проигнорировал его угрозы.

Несложные экономические вычисления объясняют, почему парламент был так уверен в своих силах. Предположим, отношения между королем и парламентом обострились по вопросу о собственности или, что то же самое, о налогах. В то время как честь и обычай повлияют на решение меньшинства, большинство граждан, особенно тех, кого призывают в войско, будут решать, исходя из собственной выгоды. Рекруты отдадут свою верность тому, кто будет платить регулярно и много. Согласно известной поговорке, *rescunia nervus belli* (деньги — мускулы войны). Король может пообещать объявить своих соперников предателями, отобрать их земли и за счет этого (и собственных средств) наградить своих сторонников. Парламент может обещать то же самое со своей стороны. Поэтому больше сторонников привлечет та сторона, которая сможет пообещать ополчению больше денег — и собственных, и захваченных у противника.

По описанным выше причинам джентри особенно хорошо управляли своей землей и получали с нее доходы. Король и крупное дворянство не имели подобных связей со своей землей. Было бы потеряно гораздо меньше, если бы король и феодалы лишились своих владений, а джентри сохранили свои, чем в обратной ситуации. Поэтому помещики, очевидно, могли предложить ополчению гораздо больше. Конечно, на их способность привлекать сторонников влияли и другие факторы. Механизм сбора налогов на землю в основном находился в руках джентри, поэтому они были лучше подготовлены к финансированию военных действий. Более того, в отличие от короля и дворян, они имели тесные связи с местным населением. Однако основным моментом являлось то, что баланс власти изменился. Если престол не был достаточно дальновидным, чтобы заметить это, вполне вероятным становились гражданская война, казнь короля и революция — все это для того, чтобы убедить корону в том, что власть действительно перешла из рук в руки! Конечно, в эти революционные времена были люди, которые понимали, что ситуация изменилась. Например, член парламента Генри Невилл на заседании палаты общин в 1658 г. воскликнул: «Со времен Генриха VII палата общин не использовала свое право голосовать против. Все зависело от палаты лордов. В то время в этой палате было бы трудно найти столько помещиков-землевладельцев. Сейчас джентри не зависят от пэров. Джентри изменили баланс власти. Все земли в их руках»<sup>37</sup>.

Когда избираемый парламент получил власть над своим монархом, все условия для формирования государства, власть которого ограничена конституцией, оказались соблюдены. Славная революция законодательно закрепила концепцию, согласно которой налоги не должны быть произвольными и требуют согласия представителей народа. Менее чем столетие спустя этот принцип был повторен в Декларации независимости США.

## Промежуточные итоги

Кратко повторим сказанное. На пути к государству, которое соблюдает права собственности, было сделано три ключевых шага. Пер-

вым был упадок деспотической власти крупной аристократии. Благодаря этому грубая физическая сила больше не определяла результат экономической деятельности, а право собственности больше не было прерогативой неэффективного меньшинства. Вторым было формирование промежуточного класса — джентри, которые были не просто классом, обладающим экономической властью, но и эффективными землепользователями. Третьим было существование парламента как координирующего института. Без него разобщенные джентри тщетно боролись бы за то, чтобы политически отстоять приобретенную ими экономическую власть. Таким образом, парламент, слабый во времена Тюдоров, когда началось формирование джентри, усилился, когда джентри разбогатели. Власть парламента также укрепилась в условиях наличия общих интересов помещиков. Большинство получали доходы с земли, а большая часть этих земель была ранее конфискована у католической церкви.

Таким образом, формирование прав собственности в Европе было обусловлено случайным сочетанием факторов<sup>38</sup>. Были ли все эти факторы обязательными? Джеймс Харрингтон, соотечественник и современник Оливера Кромвеля, исследовавший в своей книге 1656 г. «Океана» источники власти, полагал, что изменение баланса сил было обусловлено исключительно перераспределением земли посредством экспроприации, проведенной Тюдорами, и продаж земельных участков Стюартами для обеспечения своих расходов. Эта вера в собственность как источник власти — поскольку собственники имеют средства на содержание армии — ясно выражена в одном из памфлетов Харрингтона: «Все государства основаны на нарушении равновесия собственности. [Сиречь, власть правительства происходит от собственности; человек, чья собственность превышает (нарушая равновесие) общие размеры состояния других людей в стране, контролирует ее правительство.]

Если один человек имеет преимущество в размере собственности над остальными, его собственность создает абсолютную монархию.

Если преимущество в размере собственности над остальными принадлежит меньшинству, их собственность создает аристократию или смешанную монархию.



Если собственность всего народа не перевешивается ни собственностью одного, ни собственностью меньшинства, собственность народа (или большинства) порождает демократию или народное правительство»<sup>39</sup>.

Вера в то, что распределение собственности среди большинства порождает демократию и гражданское общество, имеет давние традиции. Одни общества предполагали максимальные лимиты объемов собственности, другие — минимальные: в Римской республике «земельное право» ограничивало размеры земельных владений на одного человека. Согласно проекту конституции Вирджинии, составленному Джефферсоном в 1776 г., каждый взрослый гражданин должен был иметь 50 акров земли<sup>40</sup>. Тем не менее аргумент о том, что собственность — это власть, на каком-то этапе становится круговым. Чтобы утверждать, что собственность ведет к власти, нужно предполагать, что правительство соблюдает распределение собственности. В противном случае почему бы государству — которое осуществляет исполнение прав собственности — просто не объявить права собственности мятежников недействительными, если ему покажется, что они будут содержать армии, которые обернут против государства?

Если бы нам требовалось выделить наиболее важный для формирования прав собственности фактор, мы бы назвали не просто большое число собственников, но также экономические (или социальные) связи между собственностью и собственником — единственное, что сохраняется в условиях анархии. Таким образом, Харрингтон пропускает важное звено в своих рассуждениях: продажа конфискованной земли и последовавший за этим расцвет рынка земли привели к тому, что собственность стала принадлежать тем, кто лучше мог ею управлять. Именно это — экономически эффективное владение собственностью — обеспечило соблюдение прав собственности, поскольку компетентные собственники получили экономическую власть защищать свое имущество от других. Кроме того, конечно, возможность джентри координировать свои действия посредством парламента помогла превратить их рассредоточенную, но значительную экономическую власть в политическую силу.

Достаточно ли было бы для этого организовать рынок земли? Была ли конфискация имущества крупных аристократов и монастырей

необходима для распределения власти? На такие противоречивые вопросы сложно ответить однозначно, но мы полагаем, что экспроприация, несмотря на нарушение права собственности, отчасти парадоксально помогла создать ограничения власти монарха в будущем. С одной стороны, конфискация имущества перераспределяла богатство прямо, распространяя экономическую власть. Что более важно, аристократы и монастыри владели значительными долями земли в своих местностях. Они были местными монополистами. Даже если более мелкими владениями можно было бы управлять более эффективно, они, как все монополисты, предпочитали держаться за свои земли, управляя ими неэффективно и выжимая монопольные доходы из местного населения. Таким образом, рынок земли мог и не передать землю в более умелые руки, если бы не экспроприация, которая отчасти представляла собой антитрастовые меры.

Наше рассуждение также объясняет, почему граждане городов более активно участвовали в государственном управлении, чем жители национальных государств. В городах-государствах основным источником богатства была не земля, а торговля и производство. Прибавочная стоимость, производимая в результате этой деятельности, была тесно связана с мастерством, стимулами и личными отношениями с хозяином предприятия — во многом так же, как земля связана со свободным фермером. Соблюдать права собственности в пределах города и обеспечивать *гражданам* (английское слово *citizen* происходит от французского *cite* — город, и изначально обозначало только горожан) чувство надежности, позволяя им участвовать в процессе государственного управления, было экономически разумно. Вспомним старинную поговорку: *stadtluft macht frei* — воздух города делает свободным.

Очевидно, что города росли вместе с расширением своей деловой активности, и нет причин считать, что права собственности полностью соблюдались в ранний период существования городов. Но со временем объемы производства росли, и предприниматели требовали — и их желание исполнялось — соблюдения прав собственности и возможности участвовать в управлении городом.

Напротив, в национальных государствах основным источником доходов была земля. Пока земельные владения были концентрирован-

ными, национальное государство не могло держать обязательств по соблюдению имущественных прав. Даже если возникала торговля или производство, национальному государству было бы трудно соблюсти права на собственность предпринимателя, когда доля торговли и производства в экономике была незначительной. Таким образом, только после распада феодальных отношений или после масштабных земельных реформ сформировался класс джентри, которые не только были убежденными сторонниками института частной собственности, но и вынудили государство соблюдать имущественные права. Это подготовило почву для формирования конкурентной промышленности. Конечно, как только роль промышленности стала достаточно важной, конкретная модель землевладения стала менее важной для соблюдения прав собственности.

Английская история подтверждает данное логическое рассуждение. Одним из прав, которое король пытался узурпировать в процессе развития промышленности, было право предоставлять монополии на отрасль. Рассмотрим следующую ситуацию, которая ярко демонстрирует, что эти монополии внесли определенный вклад в размывание права собственности, укрепление авторитарной власти короля и разрушение экономической деятельности. В 1614 г. был разработан следующий план: «...отобрать у “Merchant Adventures” [торговой компании] права на экспорт необработанной шерстяной ткани в Голландию и передать эксклюзивное право на экспорт ткани новой компании... По оценке, экспорт полностью обработанной ткани... принес бы лицам, занятым в торговле тканями, дополнительную прибыль в 600—700 тысяч фунтов в год. Из них король должен был получить 300 тысяч фунтов за предоставление новой компании данной привилегии. Голландцы... отказались [импортировать] обработанную английскую ткань, и новая компания быстро разорилась. Тем не менее, прежде чем «Merchant Adventures» получили свои права назад ценой 60—70 тысяч фунтов, потраченных на взятки чиновникам Иакова, вся торговля тканями была расстроена... Даже в 1620 г. английские купцы экспортировали только половину того объема тканей, который они вывозили за рубеж в 1613 г.»<sup>41</sup>.

Парламент видел опасность, которую представляли для соблюдения прав собственности (и его собственной власти) такие монополии, и в 1624 г. принял «Статут о монополиях», который запрещал выдачу королем патентов на создание монополий, исключая патенты на изобретения. Антимонархический парламент, действовавший в 1640—1660 гг., пошел еще дальше и буквально положил конец практике предоставления прав на создание монополий как корпорациям, так и отдельным индивидуумам<sup>42</sup>. Таким образом, кроме защиты прав землевладельцев, власть джентри-помещиков, действующих через парламент, установила ограничения на авторитарную власть короля над промышленностью.

В конце концов, естественно, промышленность стала обеспечивать соблюдение прав собственности. Даже несмотря на то, что землевладельцы послужили орудием сокрушения власти короля, в итоге они сами использовали парламент для содействия собственным интересам. Появление мелких и средних фермерских хозяйств в XVI—XVII вв. — революция йоменов — уступило парламентским огораживаниям и революции помещиков в XVIII—XIX вв. В то время как первое движение было прогрессивным и повысило производительность, последнее перераспределило богатство во владение тех, к кому перешла политическая власть<sup>43</sup>. К тому времени, однако, себя проявила промышленность, — как свидетельствует выигранное сражение за пошлины на продукты питания, — и власть перешла к новым защитникам собственности.

## Другие страны

Мы сосредоточились на Англии, потому что она является классическим примером государства, власть которого конституционно ограничена. Будет полезно коротко взглянуть, насколько соответствуют этому эталону другие страны, в которых сформировались конституционные правительства.

Британии традиционно противопоставляют Францию. Историки ломают головы над тем, почему государство, власть которого конститу-

ционно ограничена, образовалось во Франции лишь в XIX в. Одна из причин очевидна — слишком сильная аристократия и церковь (до Французской революции). Даже такой могущественный король, как Людовик XIV, часто срастал вельмож друг с другом — одного против всех остальных. После его смерти аристократы вновь обрели всю полноту власти<sup>44</sup>. Поскольку французские короли не смогли подавить крупных феодалов, они попытались заручиться поддержкой крестьян, защищая их собственность от посягательств дворян<sup>45</sup>, поэтому крестьянству во Франции принадлежала значительная доля земли, но эту долю составляли небольшие земельные наделы с относительно низкой производительностью<sup>46</sup>. Не сформировался рынок земли — отчасти потому, что король не имел стимулов облегчить передачу прав владения, так как это позволило бы крестьянам продавать свою собственность феодалам, а феодалам — лишать крестьян собственности; а отчасти потому, что, в отличие от Англии, во Франции не было крупной распродажи конфискованных земель. Поэтому класс помещиков-землевладельцев во Франции не сформировался. Наконец, поскольку король вводил и собирал налоги посредством централизованного административного аппарата напрямую с крестьян, у него не было необходимости созывать какую-либо форму парламента на постоянной основе.

Французская революция, которая сопровождалась конфискацией и продажей собственности церкви и аристократии, отчасти оказала такое же влияние, как экспроприация, проведенная Тюдорами в Англии. Она уменьшила земельные владения и власть дворянства, усилив как незначительный в то время класс французских мелкопоместных землевладельцев, так и богатых крестьян-фермеров, создала национальный рынок земли и продуктов питания, отменив внутренние барьеры для торговли, и создала институциональную структуру представительного правления на более постоянной основе. В результате производительность сельского хозяйства во Франции в XIX в. значительно повысилась<sup>47</sup>. Политические и экономические эффекты данных изменений были, несомненно, ключевыми для стимулирования поздней, но масштабной французской промышленной революции.

Если наши рассуждения в общем верны, то они должны быть действительны не только в историческом аспекте, но и относительно

недавнего времени. Грубо говоря, наша теория предполагает, что в преимущественно сельскохозяйственных странах охрана прав собственности — четкие законы, облегчающие владение собственностью и ее продажу, а также соблюдение и исполнение прав судебной системой и правительством — практически не осуществляется там, где земельные владения сильно концентрированы. Крупные землевладельцы имеют возможность защищать свою собственность с помощью личных вооруженных отрядов или своего влияния на местные органы власти и стимулы препятствовать формированию инфраструктуры свободного рынка, который мог бы бросить вызов их власти<sup>48</sup>.

Анализ статистики показывает, что это предположение подтверждается фактами. Когда зависимость страны от сельского хозяйства крайне высока, очевидно, что высокая концентрация земельных владений связана с более низким уровнем защиты частной собственности<sup>49</sup>.

Это подводит нас к итоговому вопросу. Если более (но не слишком) широкое распределение земли обеспечивает участие граждан в управлении государством и защиту частной собственности, почему все страны не провели земельную реформу? Почему вплоть до 1861 г. подавляющее большинство крепостных в России были привязаны к земле, не получая защиты ни от помещиков, ни от государства? Почему для того, чтобы в континентальной Европе земля была распределена более благоприятным для интенсивного производства сельскохозяйственной продукции и соблюдения прав собственности, потребовалась Французская революция, наполеоновские войны и революции 1830 и 1848 гг.?

Одной из причин могут быть характеристики земли в разных странах. Одни почвы подходят для ведения интенсивного сельского хозяйства, другие — для таких более экстенсивных форм, как плантации. Это может отчасти объяснить, почему история Коста-Рики в большей степени связана с демократией, чем история Колумбии.

Аргумент о том, что определенная производственная технология препятствует формированию модели собственности, предусматривающей охрану прав собственника, работает не только в отношении земли, но в отношении промышленности. Когда промышленность составляют крупные монополии, которые существуют только потому, что государ-

ство предоставляет им привилегии, маловероятно, что правительство будет соблюдать права собственности. Например, компании в добывающих отраслях получают прибыль в основном благодаря правам на разработку недр, практически не прибегая к человеческой изобретательности. В таких странах, как Заир, которые богаты полезными ископаемыми, государство может получать крупные суммы денег, просто отбирая эксклюзивные права на разработку недр у одной компании и продавая их на аукционе другой. Конечно, в конце концов участники аукциона понимают, что им следует учитывать издержки на взятки, чтобы сохранить за собой эти права. Тем не менее государство не имеет стимулов соблюдать права собственности. Лишь немногие страны преодолели проклятие богатых полезными ископаемыми недр.

Но самой важной причиной, по которой страны не провели организованное перераспределение земли, является то, что собственные интересы государства и аристократии препятствуют проведению земельной реформы, даже если она пойдет на пользу всей стране. Конечно, конкретный феодал не может рассчитывать на прибыль, разделив свои земельные владения на участки и продав их крестьянам, которые их обрабатывают. Если другие феодалы не последуют его примеру и не изменят правовой климат, наш феодал-революционер обнаружит, что крестьяне, которым он продал землю, в гораздо меньшей безопасности, чем раньше, когда он мог их защитить. Более того, любые средства, которые феодал получит от продажи земли, будут под угрозой, потому что теперь он не может предложить крестьянам вознаграждение в виде урожая или низкой арендной платы на наделы, чтобы собрать крестьян на битву<sup>50</sup>.

Монархи тоже не имели стимулов предпринимать какие-либо меры к более широкому распределению земли. В конце концов, даже если права собственности будут соблюдаться лучше, а производительность земли увеличится, они потеряют власть. Во многих случаях в интересах монарха было продолжение политики насильственных действий, даже если для страны в долгосрочной перспективе она была губительной — известное высказывание, приписываемое Людовику XV, гласит: «Франция не переживет меня».

Зачастую влияние первичного распределения земли сказывалось еще долгое время после того, как это распределение переставало быть оптимальным, как мы отметили во введении. Например, даже после того, как уравнивание в правах наемных работников и рабов привело к снижению производительности крупных латиноамериканских поместий, их хозяева не расформировали их. Необходимость поддерживать готовый пул неквалифицированной и необразованной рабочей силы объясняет, почему многие из тех стран, в экономике которых доминировали плантации, не добивались всеобщего образования или экономических и социальных прав столь же активно, как другие страны<sup>51</sup>.

Если изначальное распределение земельных владений имеет тенденцию сохраняться в отсутствии принудительной реформы, историческое наследие может объяснить, почему одним странам или даже регионам повезло, а другим нет. Например, северная и южная Италия кардинально различаются в экономическом отношении: сегодня северная Италия гораздо более развита, чем южная. На юге земельные владения гораздо крупнее, а крестьяне — гораздо беднее. Ряд исторических факторов, в том числе завоевание юга Италии норманнами в XI в. и эпидемия чумы, опустошившая южные районы в XIV в., могут объяснить различия в распределении земли<sup>52</sup>. В свою очередь, эти различия могут отчасти объяснить сохраняющуюся и сегодня неравномерность темпов экономического развития на севере и на юге страны.

Наследие исторического распределения земли также существенно и для Индии. В областях, в которых права на земельную собственность были в колониальные времена даны крупным землевладельцам англичанами, значительно ниже объемы инвестиций в сельское хозяйство, уровень производительности сельского хозяйства и выше уровень детской смертности за последние годы<sup>53</sup>. Растущее неравенство между стремительно развивающимися западом и югом Индии и стагнирующими центральными и северо-восточными районами страны, вероятно, в определенной степени обусловлено историческим наследием.

Аналогичным образом, одни бывшие колонии европейских держав начали раньше и лучше соблюдать права собственности, чем другие: первые европейские поселенцы в массовом порядке отправлялись в колонию, если ее климат был благоприятным и в стране не было бо-



лезней, — в результате формировался класс фермеров-землевладельцев, что обеспечивало основу для представительного конституционного правления. Напротив, земельные владения в колонии были гораздо более концентрированными, а доля добывающей промышленности — выше, если климат в стране был неблагоприятен настолько, что лишь немногие европейцы переезжали туда, чтобы надзирать за крупными поместьями, где трудились местные жители<sup>54</sup>. Последним странам пришлось ждать формирования жизнеспособного производственного и торгового социального слоя, чтобы обеспечить соблюдение прав собственности, но несоблюдение прав собственности и отсутствие финансовой системы затормозило само возникновение этого класса.

Наконец, некоторые государства заботятся больше о своей власти, нежели о процветании своих граждан, предоставляя нам примеры несправедливого перераспределения собственности. В России в 1920 — 1930-х гг. Сталин ликвидировал основу института частной собственности, уничтожив кулаков и собрав их землю в крупные колхозы. Коллективизация привела к огромным потерям производительности сельского хозяйства, но послужила цели полного уничтожения свободных фермеров — силы, которая могла бы бороться за частную собственность. Государство могло без помех продолжать строить коммунизм.

В недавние времена бывшие социалистические страны предприняли попытку распределить государственную собственность между гражданами таким образом, чтобы обеспечить спокойный переход к капитализму. Некоторые экономисты утверждали, что личность собственника не играет серьезной роли; имеет значение только сам переход собственности в руки частных владельцев<sup>55</sup>. Мы утверждаем обратное. Собственность не в тех руках, особенно концентрированная, может нанести серьезный ущерб: и снизить власть государства, и помешать формированию свободных рынков. Хорошим примером может служить Российская Федерация. Борис Ельцин осуществил тайную сделку с несколькими могущественными игроками, чтобы заручиться их поддержкой на выборах 1996 г.: он предоставил им возможность выкупить одни из лучших российских компаний по номинальным ценам. Этот вопиющий поступок привел к тому, что несколько игроков заняли монопольное положение в российских промышленном и финансо-

вом секторах. Их единственным преимуществом были связи, а не деловая сметка. Неудивительно, что эти «бизнесмены» стали называться олигархами, по аналогии с реакционерами-феодалами, стоявшими на пути капитализма.

Эти олигархи не только противодействуют развитию свободных рынков и обеспечению свободного доступа к денежным средствам. Они, к тому же, не являются силой-противовесом по отношению к государству. Поскольку их империи построены не на высокой квалификации, их можно отобрать так же легко, как они достались. Правительство Владимира Путина, фактически, уменьшило империи некоторых олигархов и приобрело значительную власть. Будут ли олигархи заменены другими, или с ними будет покончено, чтобы сформировался действительно компетентный и конкурентоспособный класс предпринимателей, — дело будущего. От этого зависит будущее российской демократии и свободного предпринимательства.

## Резюме

Исторически самым серьезным препятствием на пути развития свободных рынков, особенно свободных финансовых рынков, была алчность правительства. Мы показали, что возникновение в Англии класса, численность которого сама по себе была достаточно велика, чтобы производить сельскохозяйственную продукцию на продажу и идти на риск, но сила которого была недостаточна для того, чтобы защитить себя, обусловило потребность в государстве, власть которого конституционно ограничена. Такие институты, как парламент и государственный административный аппарат, помогли скоординировать действия данного класса и дали ему политическую власть, в результате чего удалось добиться необходимых ограничений власти государства.

Эти защитные меры были чрезвычайно важны для расчистки пути государственной финансовой системы. В отличие от земельных или промышленных активов, большая часть финансовых активов не работала: собственники не знали, как создавать стоимость на их основе. Поскольку правительство теряет лишь репутацию, конфискуя налич-

ные средства или золото граждан или отказываясь выплатить взятый у них долг, держатели финансовых активов становились первыми мишенями государства, когда оно нуждалось в деньгах. Современное государство, столкнувшись с проблемами, редко забирает у фермеров их землю или оборудование у компаний, чтобы оплатить свои расходы, но оно желает выплачивать публичным кредиторам лишь часть своего долга. Таким образом, финансы должны укрыться в крепости, воздвигнутой для защиты от государства посредством других форм собственности.

Но когда инвесторы чувствуют себя в безопасности, страна может получить огромную выгоду, потому что она может брать в долг, чтобы финансировать национальное предпринимательство, и не быть ограниченной теми суммами, которые она может привлечь в краткосрочной перспективе посредством налогообложения. В начале XX в. историк Ричард Эренберг писал: «Англия не стала бы сегодняшней Великобританией и не завоевала бы полмира, если бы ее национальный долг с 1693 по 1815 г. не составил бы 900 миллионов фунтов»<sup>56</sup>.

Однако формирование представительного правления — всего лишь первая битва на пути к финансовой свободе. Становясь представительным, государство может приобрести больше возможностей брать займы и снизить угрозу, которую оно представляет для своего народа. Но это не обязательно сделает расширение доступа к финансовым средствам государственным интересом. Даже в условиях демократии власть может быть захвачена немногочисленным хорошо организованным классом, которого мало интересует доступ к денежным средствам на широкой основе. К этому мы сейчас и обратимся.

## ГЛАВА 7

# Препятствия на пути финансового развития

Первым шагом на долгом пути к формированию первоклассной финансовой системы является укрощение государства, которое должно соблюдать права собственности своих граждан, чтобы те могли зарабатывать себе состояние, не опасаясь за его сохранность. Передача собственности в руки тех, кто может использовать ее наилучшим образом, является ключевым этапом этого процесса. При таком перераспределении собственности, когда число собственников увеличивается, власть неизбежно переходит к народу.

Это всего лишь первый шаг. Государство, наиболее всего подходящее для развития финансового сектора, не должно быть пассивным. Например, государство, как минимум, должно следить за исполнением частных контрактов. Но зачастую от него требуется большее. Издержки по организации процесса исполнения соглашения для пострадавшей стороны бывают настолько велики, что меры по защите контрактов оказываются бесполезными. Мелкий акционер, который покупает на рынке несколько акций какой-либо компании, обнаружит, что самостоятельно обеспечить исполнение своих прав и предотвратить нарушения со стороны инсайдеров компании, невозможно — это слишком дорого. В отсутствие контролирующего органа или другого механизма противодействия инсайдерским злоупотреблениям права миноритарных акционеров не будут защищены, и объемы внешнего финансирования через ценные бумаги останутся небольшими.

В общем, рынки не возникают в пустоте. Чтобы функционировать, им нужна инфраструктура. Ее наличие в основном выгодно каждому участнику рынка, вне зависимости от того, внес ли он свой вклад в ее формирование или нет. Например, наличие универсальных стандартов раскрытия информации полезно и компаниям, и инвесторам, но ни одна компания и ни одно физическое лицо не захотят нести все расходы по разработке или внедрению этих стандартов. Таким образом, рыночная инфраструктура — это то, что экономисты называют общественным благом: она приносит пользу многим, при этом не все несут расходы на полученную ими выгоду.

Это, конечно, не означает, что обеспечивать общественное благо должно государство. Иногда расходы на общественные блага несут частные стороны, особенно когда им это выгодно. Нашему университету, например, весьма выгодна безопасность в кампусе, поэтому он платит частным полицейским формированиям за патрулирование территории. Аналогичным образом, Нью-Йоркской фондовой бирже выгодно иметь хорошую репутацию в сфере управления компаниями, акции которых котируются на данной бирже, поэтому она устанавливает для них жесткие стандарты управления и раскрытия информации. Тем не менее во многих ситуациях ни одна группа участников рынка не выигрывает от обеспечения общественных благ настолько, чтобы пойти на эти расходы. Поскольку слишком многие лица, пользующиеся общественными благами, не имеют стимулов платить и предпочитают пользоваться ими за чужой счет, частных расходов на обеспечение общественных благ зачастую недостаточно.

При наличии подобных проблем государство может сыграть активную роль в формировании инфраструктуры, необходимой для развития финансовой системы (и рынка в целом). Но то, что государство *может* приносить пользу, не означает, что оно *будет* это делать. Даже в самых демократических обществах государства не всегда исполняют волю народа или действуют в его интересах: те же самые проблемы, связанные с координацией действий и желанием поживиться за чужой счет, которые требуют организованного вмешательства, препятствуют направлению этого вмешательства к достижению общественно-го блага.

Причина вышесказанного заключается в том, что хотя демократические государства уступают давлению, средний индивидуум, который является анонимным членом большой гетерогенной группы, не имеет стимулов прикладывать усилия к тому, чтобы государство проводило предпочтительную для данного гражданина политику. Вместо этого он обычно предпочитает, чтобы старались другие. Но когда так думают все, в итоге политическую программу государства определяют агенты влияния небольших гомогенных лоббистских групп с сильной мотивацией, а не крупные общественные группы. Таким образом, первый этап финансового развития состоит в ограничении влияния таких лоббистских групп на политику государства. Что это за группы и почему они препятствуют развитию финансовой системы — тема данной главы. Следующая глава посвящена тому, как снизить степень их влияния. Но давайте зададимся вопросом, почему для создания рыночной инфраструктуры требуется организованное вмешательство.

## **Необходимость центрального контрольного органа**

В главе 1 мы уже говорили о том, как неэффективная работа судов и различные проволочки могут поставить под угрозу кредитование. В целом, для своевременного исполнения рыночных операций с небольшими издержками требуется центральный контролирующий орган. Чтобы понять важность такого органа, рассмотрим, как Польша и Чехия пытались создать рынки ценных бумаг после падения Берлинской стены.

Эти две страны, начав со схожих уровней экономического развития, пошли разными путями<sup>1</sup>. Вацлав Клаус, либеральный чешский премьер-министр, твердо верил в способность рынка к самоорганизации. Отчасти под влиянием идеологии Чехия начала реализовывать план массовой приватизации, не сформировав устойчивую рыночную инфраструктуру. Напротив, польское правительство действовало поэтапно. Во-первых, оно ввело очень жесткие стандарты ведения фи-

нансовой отчетности. Затем оно создало аналог Комиссии по ценным бумагам и биржам США: задача данной организации состояла в обеспечении соответствия данным стандартам, а также прочим нормативным установлениям, направленным на защиту миноритарных акционеров. Только после этого была начата приватизация.

Несколько лет спустя стало ясно, что польский подход себя опровергал. Изначально объемы чешского рынка ценных бумаг были велики, но он быстро потерял темп развития, когда мелкие инвесторы начали осознавать, что их интересы не защищены. Участились случаи обмана инсайдерами инвесторов или заключения союза крупных институциональных инвесторов с корпоративными инсайдерами против миноритарных акционеров. Конечно, со временем мелкие инвесторы стали достаточно сообразительными и начали требовать гарантий, но к тому времени они уже неоднократно становились жертвами мошенничества. По существующим оценкам, в Чехии доля стоимости компании, контролируемая инсайдерами вдобавок к своему законному участию в акционерном капитале, в среднем составляет 58 %. Для сравнения — в США этот показатель составляет 1 %<sup>2</sup>.

Самое важное — первое впечатление: как только инвесторы убеждаются, что рынок действует нечестно, только всесторонняя масштабная реформа сможет вернуть их на рынок. Причем существует вероятность, что привлечь внимание инвесторов к этой реформе, чтобы убедить их в том, что ситуация изменилась, будет невозможно. Первый опыт чешских инвесторов был неудачным — и чешские компании потеряли важный источник финансирования. С 1996 по 1998 г. ни одна компания не привлекала средства через публичную эмиссию акций<sup>3</sup>.

Напротив, объемы польского рынка ценных бумаг изначально были невелики, но быстро увеличились, превзойдя объемы рынка в Чехии, после того, как польские власти продемонстрировали готовность преследовать в судебном порядке за нарушение прав мелких акционеров. Соответственно, доля компании, контролируемая инсайдерами, в Польше в среднем оказалась гораздо меньше — 12 %<sup>4</sup>. Будучи уверенными в защите своих прав, инвесторы поверили и в польский фондовый рынок, и компании — как новые, так и уже существовавшие к моменту организации рынка — получили возможность привлекать заемный капитал (2,5 млрд долл. США с 1996 по 1998 г.)<sup>5</sup>.

Суть в том, что издержки на получение информации и осуществление исполнения своих прав могут оказаться слишком высоки для разобщенных инвесторов, следовательно, им требуется организация, подобная американской Комиссии по ценным бумагам, чтобы представлять их интересы, и законы для их защиты. Другой пример: рассмотрим закон о ценных бумагах 1933 г., вменявший в обязанность раскрытие корпоративной информации и предусматривавший наказания за нарушения в данной сфере. После принятия этого закона инвесторы в США стали более аккуратно оценивать ценные бумаги<sup>6</sup>. Согласно одному из объяснений, принятие закона сделало более достоверной информацию, предоставляемую компаниями о себе. Когда уровень информированности инвесторов повысился, колебания цен на ценные бумаги уменьшились. Со временем снижение колебаний цен дало рядовым инвесторам возможность принимать более удачные инвестиционные решения и снизило преимущества информированных, но нечистоплотных трейдеров.

Что интересно, многие правила Нью-Йоркской фондовой биржи совпадали с требованиями закона о ценных бумагах 1933 г. задолго до того, как закон был принят, а значит, для решения проблем не хватало силы государственного закона за этими правилами, что и было исправлено путем принятия закона о ценных бумагах. В целом, компании в странах, чьи законы о защите акционеров более эффективны, имеют тенденцию к большему отношению рыночной стоимости к остаточной стоимости основного капитала, следовательно, инвесторы ожидают получить большую доходность от таких компаний, и поэтому готовы больше платить за акции<sup>7</sup>.

Конечно, существование законов на бумаге не означает, что они исполняются. В то время, как в конце 1998 г., законы, запрещающие инсайдерам проводить операции на основе конфиденциальной информации, существовали в 87 из 103 стран, где функционировали фондовые биржи, лишь в 38 из этих стран нарушения преследовались в судебном порядке<sup>8</sup>. Исполнение законов о запрете трейдерских операций на основе инсайдерской информации выгодно рядовым вкладчикам, которые в таком случае не боятся потерять деньги на сделках с теми, кто обладает конфиденциальной информацией. В условиях более низ-



ких издержек на осуществление операций с ценными бумагами акционеры удовлетворяются более низким уровнем доходности компаний, что даст фирмам возможность снизить издержки по привлечению средств. Действительно, в условиях исполнения закона против инсайдерских операций акционеры довольствуются меньшим уровнем доходности; подразумевается, что акционеры, зная, что их не обманут, требуют меньших компенсаций за риск. Поэтому еще одним объяснением эффекта закона о ценных бумагах 1933 г. является следующее: инвесторы считали, что федеральное правительство будет исполнять закон более надежным образом, полагая, что оно менее подвержено влиянию биржевых инсайдеров.

Центральный орган управления также решает проблемы координации. Например, во множестве исследований показано, что более высокие стандарты бухгалтерского учета повышают прозрачность компаний, что вызывает доверие у инвесторов. Конечно, компании могут вести политику более полного раскрытия информации, введя прозрачные стандарты бухгалтерского учета самостоятельно: ничто не мешает немецкой компании публиковать свою финансовую отчетность по более прозрачным американским стандартам. Но в отсутствие санкций за нарушение стандартов раскрытия информации такие действия не принесли бы значимых результатов. Более того, каждая компания имела бы стимул выбрать тот метод раскрытия информации, который представлял бы ее в наилучшем свете. Это создало бы проблемы, поскольку раскрытие информации преследует две цели: информирование инвесторов о компании и предоставление им стандарта, в соответствии с которым можно было бы сравнивать ее с другими компаниями. Если каждая компания будет выбирать свой уникальный метод раскрытия информации, основа для сравнения компаний будет утеряна. Эта проблема свойственна фондам прямых инвестиций: инвесторы жалуются, что в условиях, когда каждый фонд может выбирать предпочтительный метод раскрытия информации, деятельность фондов сравнить крайне сложно.

Конечно, существуют определенные выгоды в существовании конкуренции между различными стандартами, и в итоге один стандарт вытеснит другой. Центральный контрольный орган может настоять на

введении неверного стандарта — либо совершив ошибку, либо под влиянием какой-либо группы корыстолюбивых компаний. Тем не менее достоинства быстрого сравнения деятельности компаний на основе единого, пусть даже неэффективного, централизованно установленного стандарта помогает предотвратить путаницу, которую могут вызвать конкурирующие, пусть даже и медленно сближающиеся стандарты.

## Почему государство?

Некоторые меры из перечисленных нами выше могут быть осуществлены и государством, и частными организациями. Но во многих случаях государство обладает естественным конкурентным преимуществом. Некоторые взыскания — такие, как запрет на участие в какой-либо деятельности — могут быть осуществлены частными организациями, но существуют определенные ограничения на степень накладываемого наказания. Например, такие жесткие меры, как лишение свободы, в условиях гражданского общества являются монополией государства.

Что столь же важно, частных санкций можно избежать путем переговоров. Трейдер, который нарушает правила ассоциации дилеров ценных бумаг, может попытаться убедить ассоциацию изменить правила, которые привели к его исключению, или, что еще проще, найти лазейку. Если он занимает в ассоциации заметное положение, он может в какой-то степени преуспеть в этом, и ассоциация может предпочесть в краткосрочной перспективе пойти простым путем, несмотря на потерю репутации в долгосрочной перспективе. Напротив, за нарушение законов о ценных бумагах трейдер понесет наказание, поскольку с государственным обвинителем практически невозможно вести переговоры. Изменение законов — это гораздо более затратный и обременительный процесс, чем изменение правил ассоциации; это одна из причин, по которой законы будут исполняться лучше. Другая причина заключается в том, что федеральный чиновник гораздо дальше от трейдера, нежели биржевые должностные лица, и с большей вероятностью заставит его соблюдать правила.

Конечно, в условиях коррумпированной экономики, когда государственные бюрократы готовы «вести переговоры» обо всем, государство может быть хуже, чем ассоциация дилеров, поскольку преследование тех, кто нарушил закон, не приносит личной выгоды бюрократу, чего нельзя сказать об ассоциации. Однако, как только государство преодолевает «этап хищничества», о чем говорилось в предыдущей главе, оно будет способно налагать более жесткие санкции, чем частные ассоциации.

Вторая область, в которой государство будет функционировать лучше, — это обеспечение принятия соглашения всеми, а не только несколькими сторонами по контракту. Рассмотрим, например, концепцию ограниченной ответственности, о которой шла речь в главе 2, — идею о том, что компания (или физическое лицо) может отказаться от выплаты долга, если ей нечем платить. Каким бы очевидным это ни казалось сегодня, были времена, когда полагали, что ограниченная ответственность — это мошенничество со стороны влиятельных лиц, имеющих поддержку властных кругов, жертвой которого становится ничего не подозревающий рядовой инвестор. Считалось, что с помощью ограниченной ответственности богатые заманивали бедного вкладчика в предприятие под предлогом высокой капитализации, а затем бросали предприятие на произвол судьбы при малейшем намеке на проблемы, не неся никаких потерь. Редакционная статья в «Times of London» в 1824 г. яростно обличала «мошенников»: «Горстка утопающих в богатстве толстосумов предлагает часть известных только ей сведений о компании, играет с этими конфиденциальными сведениями, осеняет общество своим именем и репутацией, а затем, как только заканчиваются средства и удовлетворить все требования больше не представляется возможным, удаляется, защищенная своим богатством, которое не подвергалось опасности ни в малейшей степени, а бедные обманутые рыбешки остаются переваривать наживку. Что может быть более несправедливым?»<sup>9</sup>.

Но, как мы показали, крайне важный для современного фондового рынка принцип ограниченной ответственности дает возможность привлекать крупные суммы от широкого круга инвесторов. Однако это не просто контракт, заключенный между двумя сторонами. Ограниче-

ние ответственности было бы бесполезным, если ответственность владельца компании была бы ограничена только по отношению к сторонам, с которыми компания заключала контракты, но не ограничена по отношению к третьим лицам. Никто не станет покупать акции, если все состояние покупателя может оказаться мишенью исков со стороны лиц, которые приобрели бракованную продукцию компании, или государства, пытающегося возполнить издержки на очистку окружающей среды. Именно поэтому ответственность держателя акций ограничена даже относительно тех сторон, с которыми компания не заключала контрактов, но которые имеют к ней претензии. Такой юридический инструмент, освобождающий владельца акций от всякой ответственности, большей, чем сумма вложенных средств, и в различных обстоятельствах, — это форма права собственности, защищенной от всех без исключения. Ее универсального применения невозможно достичь путем частного контракта; она требует создания соответствующих законов со стороны государства.

В общем, финансовая система использует ряд таких юридических инструментов, как очередность требований по долгам, гарантии (залог) и банкротство, с помощью чего она пытается точно определить права собственности. Но права собственности — это не просто контракт между двумя сторонами; это набор прав, которые личность имеет перед всеми остальными, кто бы они ни были. Например, традиционное римское право определяло собственность на земельный участок как неограниченное право *usque ad inferes et usque ad sidera* («от центра земли до звезд»). Таким правам требовалась широкая поддержка общества, осуществляемая через его агента — государство, что невозможно заменить частными контрактами.

Подводя итог, мы полагаем, что есть определенная роль, которую в организации инфраструктуры финансовой системы может сыграть центральный орган власти, и в некоторых случаях, но не всегда, из всех институтов наилучшим образом эту роль выполнит государство. Нашу позицию можно пояснить, выстроив аналогию. Представьте себе наклонное поле, которое требуется орошать. Если позволить действовать силе гравитации, то вода будет течь везде. Это либертарианский подход. Но обычно на поле есть естественные препятствия и,

чтобы ускорить процесс орошения, требуется прорыть каналы, даже если со временем вода сама пробьет себе путь. Это подход сторонников вмешательства.

Более умеренный либертарианский подход состоит в том, что иногда требуются каналы, но фермеры могут в частном порядке организовать и выкопать их. Вмешиваясь, правительство ставит преграды на пути таких частных инициатив. Сторонник вмешательства признает вероятность того, что фермеры могут организовать в частном порядке, но утверждает, что это потребует времени, что будут задачи, которые частным организациям не решить, и что, возможно, наиболее важно, общественность не сможет себе позволить издержки на решение организационных проблем.

До сих пор мы, казалось, поддерживали сторонников вмешательства. Но сейчас пришло время признать, что те самые силы, которые мешают организации частных объединений, которые могли бы взять на себя масштабные общественные работы, не позволят и государственным организациям (таким, как правительство) работать в интересах общества. Даже в демократическом государстве правительство может действовать в интересах небольшой привилегированной группы, а не широкой общественности, и «рыть не те каналы». К этому мы сейчас и обратимся.

## **Почему могут быть «вырыты не те каналы»?**

Учитывая несомненные преимущества финансового развития, документально подтвержденные нами, можно подумать, что в условиях демократии политическая поддержка финансовой системы будет сильна и правительство приложит усилия к созданию необходимой инфраструктуры. К сожалению, это не так. Даже в демократическом государстве не все голоса слышны одинаково громко, и выработка политики часто находится под влиянием лоббистских групп, которые процветают из-за особенностей демократического управления. Но какой именно группе традиционно невыгодно финансовое развитие? И как ей удастся контролировать политическую повестку дня?

Чтобы проиллюстрировать политические препятствия на пути финансового развития, мы вначале объясним, какие группы могут контролировать повестку дня правительства, а затем докажем, что интересы таких групп часто имеют антифинансовую направленность в странах с неразвитым финансовым сектором. Во многих отношениях доводы, которые мы приводим, верны не только для правительств: они применимы в той же мере к частным организациям, созданным для общественных целей, в то время как широкие массы, на которых влияют действия таких организаций, разрознены и не способны координировать свои действия.

Два экономиста, Манкур Олсен и Джордж Стиглер, доказывали в своих независимых работах, что маленькие группы, объединенные общими интересами, в условиях демократического государства имеют непропорционально большую власть<sup>10</sup>. Эти идеи, которые обрели прочные корни в Чикагском университете, просты, но убедительны<sup>11</sup>. Поясним на примере.

Во многих городах развитого мира количество такси на дорогах строго регулируется. Большинство городов выдает определенное количество жетонов, каждый из которых дает владельцу право управлять такси. В Нью-Йорке это количество составляет ровно 11 787, и за последние 50 лет не было выдано ни одного нового жетона. Любой, кто хочет управлять такси, должен купить жетон у его владельца. Если количество жетонов меньше спроса на должность таксиста, цена жетона растет, так как их предложение строго ограничено. Цены на жетоны могут быть очень высокими (более 200 тыс. долл. в Нью-Йорке), и можно предположить, что спрос сильно превышает предложение<sup>12</sup>.

С точки зрения экономиста, это отклонение от нормы. Высокая цена на жетоны предполагает, что существуют потенциальные водители, которые хотели бы водить такси, но не имеют на это разрешения. Такие ограничения на рынке данных услуг кажутся неподобающими. Однако общественность редко протестует, даже когда испытывает привычные неудобства, с трудом находя такси.

Если спросить городские власти, их обычные аргументы в пользу данных ограничений связаны с эстетикой, окружающей средой и качеством услуг. Чем больше будет количество лицензий на такси, тем

сильнее будут загружены улицы и тем менее культурными будут водители. Более того, конкуренция не на жизнь, а на смерть между водителями не пойдет на пользу общественности, так как у владельцев жетонов будет меньше стимулов содержать свои машины в порядке или нанимать компетентных водителей с хорошими манерами.

Эти доводы не соответствуют действительности. Большинство городов не устанавливают нормы минимальной квалификации для водителей такси. У владельцев жетонов нет стимулов нанимать лучших водителей (или содержать машины в порядке) просто потому, что их бизнес защищен от появления новых игроков: во всяком случае, стимулов у них меньше, чем в условиях конкуренции. Настоящая причина ограничения конкуренции очевидна: владельцам жетонов это выгодно.

Как владельцы жетонов выходят сухими из воды? Ответ прост. Правительство в демократических государствах реагирует на давление. Организованные группы могут оказывать большее давление, чем неорганизованные: они могут платить за телевизионную рекламу, вести переговоры с городскими чиновниками, вкладывать значительные суммы в свои кампании... Какую группу легче всего организовать? Члены маленькой группы, например владельцы жетонов на такси, имеют общие интересы и регулярно встречаются на профессиональных собраниях. Они могут быстро составить план действий, с которым согласится каждый из них. Широкая общественность же состоит из людей, мотивы и вкусы которых сильно различаются. Все живут в разных местах. Сложно организовать общую встречу, не говоря уже о том, чтобы выработать общее мнение.

Клиентам выгоден конкурентный рынок такси. Но каждый из них получает лишь небольшую выгоду от роста числа такси, часто слишком маленькую, чтобы ради нее участвовать в политической деятельности. Более того, клиенты разобщены, многие из них живут за городом, так что цена координированных действий становится непомерно высокой. Не все могут позволить себе получить подробную информацию по интересующему их вопросу — действительно ли у действий владельцев такси и городских властей есть надежные экономические основания или они маскируют жадность громкой экономической риторикой. Такое неведение усугубляется легкостью, с которой

любой отдельный клиент может спрятаться среди большого количества таких же клиентов и надеяться получить выгоду за счет того, что именно они проявят политическую активность<sup>13</sup>.

Напротив, на каждого владельца такси появление новых игроков оказывает отрицательное воздействие, и у него есть стимул быть хорошо информированным о своих политических возможностях. Поэтому владельцы образуют маленькие, четко определяемые группы, которые легко могут скоординировать свои действия. В результате даже в демократическом государстве их интересы часто превалируют, несмотря на защищаемые ими неэффективные ограничения на появление новых игроков.

Увидев неэффективную деятельность, экономисты обязательно спросят, можно ли улучшить ситуацию. Если владельцы такси настолько политически влиятельны, могут ли они отказаться от своих привилегий в обмен на плату со стороны клиентов? В конце концов, это будет выгодно всем. К сожалению, таких сделок не совершается. Одна из причин в том, что, если такое предложение будет сделано, общественность больше не будет оставаться в неведении. Станет очевидно, что доводы, которые владельцы такси приводят в пользу сохранения ограничений на количество жетонов, не соответствуют действительности (в конце концов, они хотят отказаться от ограничений за деньги; так что, если количество жетонов возрастет, общество не вступит на путь к гибели). Больше не оставаясь в неведении, общественность может проголосовать за увеличение числа жетонов, поставив владельцев такси в более затруднительное положение. В общем, политические привилегии часто настолько уязвимы, что ими нельзя торговать — сам акт их продажи уничтожит их<sup>14</sup>. Теперь давайте попытаемся понять, как такая модель может объяснить, почему финансовое развитие можно затормозить.

## **Маленькие группы против финансового развития**

Финансовое развитие кажется настолько выгодным, что выглядит странным, когда кто-то выступает против него. Тем не менее не



все выигрывают от развития финансового сектора. Для некоторых оно может представлять угрозу.

Возьмем, например, крупные промышленные компании с устойчивым положением — группу, которую мы назовем влиятельными промышленниками. В период стабильности этим игрокам для получения средств, как правило, не нужна развитая финансовая система. Они могут финансировать новые проекты из доходов от существующего бизнеса — как и большинство крупных компаний — без доступа на внешний рынок капитала. Даже когда их бизнес не производит достаточно наличности для финансирования желаемых инвестиций, они могут предложить уже имеющиеся у них активы или свою репутацию в качестве залога или гарантий, под которые они получают заем. Мы уже видели, что, как правило, даже примитивная финансовая система предоставляет средства под залог или под гарантию репутации, так что влиятельные промышленники редко страдают от недостатка финансирования, даже если финансовый сектор неразвит.

Финансовое развитие действительно может причинить им вред. Как мы видели в главе 5, финансовое развитие порождает конкуренцию, а конкуренция снижает прибыль влиятельных кругов. Финансовое развитие также требует большей прозрачности, которая напрямую вредит традиционным способам ведения бизнеса посредством контактов и личных связей. Рассмотрим несколько примеров. В 1991 г. канадские налоговые органы разрешили семье Бронфман перевести 2 млн канадских долларов в США без уплаты налогов на прибыль. Когда генеральный аудитор подал жалобу на то, что сделка «могла быть совершена в обход налогового кодекса», правительственный комитет по финансам обвинил его в нарушении права Бронфманов на неприкосновенность частной жизни<sup>15</sup>. Аналогичным образом в Индии заемщик может взять кредит в одном государственном банке, не выполнить своих обязательств по долгу и получить новый заем у другого государственного банка. Банки не делятся информацией о лицах, которые не выполняют своих обязательств по долгу, частично потому, что существует закон (который, наконец, отменяют), запрещающий распространять информацию о таких лицах. Частная жизнь данных лиц и их право сохранять доступ к общественной кассе считаются бо-

лее важными, чем общественные деньги, но это, конечно, естественно для экономической системы, подчиненной интересам влиятельных игроков.

Влиятельные финансисты также не всегда приветствуют изменения в финансовом секторе. Финансовое развитие дает им возможность расширить свою деятельность, но одновременно наносит удар по самому источнику их преимуществ. В отсутствие *полного раскрытия информации* и должного исполнения контрактов любое финансирование, осуществляемое не под надежный залог, основано на личных связях. Влиятельный финансист преимущественно получает информацию через различные неофициальные контакты, а не из общедоступных источников. Он обеспечивает выплату долга не через судебную систему, а посредством угроз и обмана, используя множество неофициальных рычагов власти, приобретенных им за годы. Таким образом, его отношения с теми, кто имеет влияние на компанию — управляющими, другими займодавцами, поставщиками и политиками, — являются ключевыми для возможностей предоставлять займы. Столь же важна его способность монополизировать обеспечение клиента финансами так, чтобы его угроза прекратить кредитование имела вес. Формирование таких монополий более вероятно, если не существует государственного архива, содержащего кредитную историю клиента. Клиент оказывается привязан к своему финансисту, так как только последнему известна кредитная история клиента: любой другой финансист, к которому обратится клиент, не будет торопиться предоставлять заем, опасаясь, не обратились ли к нему только потому, что свой финансист счел, что с данным клиентом связана высокая степень риска.

Непрозрачные кредитные истории и не отвечающая определенным требованиям правовая инфраструктура создают труднопреодолимые барьеры появлению новых игроков. Защищенный этими барьерами, влиятельный финансист получает высокие доходы. Напротив, раскрытие информации и беспристрастное исполнение законов способствуют выравниванию правил игры и уменьшению барьеров для входа новых игроков в финансовый сектор. Старые навыки влиятельного финансиста, умеющего заводить нужные связи, теряют свое значение, в то время как новые навыки — оценка кредита и управление рисками — ста-

новятся необходимыми. Финансовое развитие не только порождает конкуренцию, которая снижает прибыли влиятельного финансиста, но и обесценивает его навыки и связи — его человеческий капитал.

Короче говоря, свободные рынки имеют тенденцию подвергать опасности способы ведения бизнеса, которые опираются на неравный доступ к финансовым средствам. Таким образом, в условиях развития финансового сектора влиятельные круги могут понести убытки. Это заставляет предположить, что влиятельные лица традиционно заинтересованы в ограничении финансового развития.

Являясь небольшой организованной четко очерченной группой, они также имеют возможность оказывать влияние на политику. В небольших странах они закончили одни и те же элитные школы, бывают в одних и тех же клубах и часто вступают в брак в своем кругу. Они имеют возможность поддерживать низкий уровень развития финансовой системы, так как те, кому более всех выгодно развитие, — потенциальные новые игроки — немногочисленны, бедны и неорганизованы, в то время как большинство населения не имеет достаточно сил или знаний, чтобы выйти из состояния спокойной удовлетворенности.

Но тут встает вопрос: у богатых и влиятельных лиц есть другие способы защиты своих позиций на рынке. Зачем выбирать для этого такой путь — ограничение развития финансовых рынков? В конце концов, это может повредить и влиятельным кругам, когда им потребуется внешнее финансирование. Почему бы полностью не запретить вхождение новых игроков в промышленность или в финансовый сектор? Такой запрет эффективнее отсечет чужаков, при этом давая возможность инсайдерам пользоваться преимуществами более развитой системы.

Тем не менее, в том, чтобы сохранять низкий уровень развития финансовой системы, для влиятельных кругов есть некоторые преимущества по сравнению с прямым запретом на вход в сектор. Во-первых, зачастую обеспечить исполнение таких прямых ограничений очень дорого. Это становится особенно сложным, если не невозможным, когда у продукции, вход на рынок которой ограничен, существует много похожих заменителей. Исполнение ограничений еще сильнее осложняется возможностью того, что новые игроки могут усовершен-

ствовать продукцию, производство которой для них запрещено. Каждая инновация, несущая угрозу, должна быть определена, отнесена к определенной категории, а затем запрещена. Аппарат, который осуществляет это «право господства», сам поглотит значительную часть доходов и сможет конкурировать за власть со старыми игроками. Напротив, для того, чтобы поддерживать низкий уровень развития финансовой системы, не нужно нести больших расходов, например, на использование государственного аппарата для ограничения вхождения в сектор. Злостное пренебрежение может быть столь же эффективным, как и активное притеснение, — но первое гораздо легче осуществить!

Во-вторых, активная защита ограничений на вхождение в сектор — крайне публичный и, следовательно, политически прозрачный процесс. В демократическом государстве граждане должны быть убеждены, что такие ограничения выгодны им, а когда они сталкиваются с плохим обслуживанием и непомерными ценами местного монополиста, их очень трудно обмануть. В то же время злостное пренебрежение, которое обеспечивает низкий уровень развития финансовой системы, менее заметно — привычнее видеть вялых бюрократов, которые не работают, чем чрезмерно активных — и может быть замаскировано более благородными мотивами. Например, требование, согласно которому для регистрации ценных бумаг компании на бирже компания должна быть рентабельной в течение нескольких лет, является скорее средством защиты от шарлатанов, нежели способом не дать привлечь средства молодым, опасным, хоть и нерентабельным новым игрокам. Требование также устраняет необходимость усовершенствования стандартов бухгалтерского учета, что может способствовать выравниванию правил игры для старых и новых игроков.

В-третьих, чем более технически сложным является барьер для вхождения в сектор, тем сложнее общественности понять, является ли существование барьера оправданным. В то время, как большинство людей может понять, что простой запрет имеет неправильный эффект, то же самое нельзя сказать о более формальных нормативных ограничениях на доступ к финансовым средствам. Возьмем вышеупомянутое требование для регистрации ценных бумаг на бирже. Большинству избирателей требуются значительные усилия, чтобы выяснить, оправда-

но ли оно: в конце концов, ведь их защищают от шарлатанов. Если для общества целесообразно оставаться в неведении относительно технических деталей, влиятельным кругам легче использовать подобные средства, чтобы добиться своего.

Наконец, проблема ограничений на вхождение в сектор состоит в том, что они не дают четкого правила о том, какие именно влиятельные лица получают право монополизировать новые сектора экономики, возникающие в результате новаций или расширения рынка. Битва за право вхождения в эти сектора, особенно когда к ней присоединяются «чужаки», может быть грязной, дорогостоящей и происходить на виду у общественности. Она также приведет к передаче доходов влиятельных лиц бюрократическому аппарату, регулирующему систему. Когда же уровень развития финансового рынка низок, группа потенциальных конкурентов в области любого нового бизнеса очевидна и невелика — она ограничивается теми влиятельными игроками, у которых в настоящее время имеются излишки финансовых средств. Вот почему на менее развитых рынках капитала доминируют диверсифицированные бизнес-группы<sup>16</sup>. У них достаточно внутренних средств для того, чтобы естественным образом входить в новые секторы, даже если у них нет особого опыта в этой области. Возможности предоставляются тем, у кого есть средства, причем без всякой грязной борьбы.

Короче говоря, такие сторонники свободных рынков, как Джордж Стиглер, указывают на то, что ограничения создаются для защиты регулируемых секторов от конкуренции, и склоняются к тому, что для создания рынка нужно отменить любой контроль. В то же время, как мы утверждали в начале этой главы, для процветания конкурентный рынок нуждается в определенной инфраструктуре регулирования и контроля. В этом случае частные интересы могут быть против такого контроля. Отсутствие контроля может стать таким же барьером, как и чрезмерный контроль или полный запрет на вхождение в сектор!

Это не значит, что прямые ограничения на вхождение в бизнес не используются. Во многих странах мира, чтобы начать типичный бизнес, предпринимателю обычно нужно пройти 10 бюрократических процедур, занимающих 63 дня и равных по стоимости одной трети

среднего дохода на душу населения<sup>17</sup>. Однако в некоторых странах ограничения более суровые. В Боливии количество процедур составляет 20, а их стоимость превышает средний доход на душу населения в 2,6 раза. Эти ограничения применяются не для того, чтобы отсеять плохих производителей или защитить окружающую среду, а чтобы ограничить появление новых игроков. Конечно, если настоящей целью является подобное ограничение, эффективней будет использовать и другие методы, в том числе и поддержание низкого уровня развития финансовой системы.

Именно это и происходит. Если влиятельные круги используют разнообразные методы, а поддержание низкого уровня развития финансовой системы преследует те же цели, что и бюрократические барьеры, препятствующие вхождению в сектор, их использование должно иметь позитивную корреляцию. Так и есть! В странах, где для того, чтобы начать свое дело, необходимо пройти большое число процедур, низкий уровень развития рынков капитала и отношения капитализации рынка ценных бумаг к ВВП<sup>18</sup>. Эти взаимосвязи предполагают, что неразвитость финансовой системы является еще одной формой барьера для появления новых игроков.

## Резюме

Повторим несколько тезисов о власти, которые мы доказали в предыдущей и в этой главе. В предыдущей главе мы утверждали, что, пока феодалы и их вассалы обладали авторитарной властью, государство нельзя было укротить. Напротив, это произошло, когда их концентрированная насильственная власть уступила экономической власти помещиков-землевладельцев и собственность перешла в руки тех, кто мог хорошо ее использовать. Собственники получили экономическую власть для защиты своих интересов (а с такими координирующими институтами, как парламент, и возможность трансформировать экономическую власть в политическую); интересы монарха также теперь были направлены на соблюдение права собственности и предоставление собственникам большего участия в управлении государством, так

как это способствовало производству больших объемов прибавочного продукта. Собственники платили больше всего налогов в казну. Эти налоги стали гораздо более прибыльной и стабильной формой дохода, нежели периодическая экспроприация. Таким образом, более широкое и эффективное распределение собственности привело к формированию представительного правления и соблюдению имущественных прав.

Но, даже если правление становится представительным и государство лучше соблюдает права собственности, нет гарантии, что оно будет работать в интересах общества. Маленькие организованные группы могут влиять на политику правительства в своих интересах и за счет общества. Так как финансовые рынки полагаются на правительство в области хорошей политики управления, эта политика может никогда не осуществиться, когда ей противостоят хорошо организованные группы. Это естественно приводит к вопросу: «Когда особые интересы, противодействующие финансовому развитию, перестанут доминировать?». Это является темой следующей главы.

## ГЛАВА 8

# Когда развивается финансовая система?

Если власть влиятельных кругов велика, значит ли это, что финансовое развитие никогда не начнется? Конечно, нет! В некоторых странах в определенные периоды времени финансовые системы были сильны, а в последние десятилетия по всему миру прокатился финансовый бум. Это должно означать, что иногда влиятельные круги не могут сплотиться и заблокировать возможность развития, и даже в противоположном случае их тиранию можно преодолеть и запустить процесс развития.

Одной из причин, как показывает проведенное нами ранее сравнение Бразилии и Мексики, является изменение политической обстановки. Идеи Французской революции, распространившиеся во время наполеоновских войн почти по всей Западной Европе, породили революции 1830 и 1848 гг. К 1850—1860-м гг. число государств с представительным правлением в Европе значительно повысилось. Сомнительно, что земельные реформы Наполеона повлияли на уменьшение власти тогдашних влиятельных кругов — земельной аристократии — и предоставили больше власти богатым крестьянам, будущим промышленникам и финансистам. С ростом экономической роли классов бизнесменов и представителей таких профессий, как адвокаты, учителя и т. д. за земельной реформой быстро последовала финансовая. Например, компаниям разрешили свободную организацию обществ с ограниченной ответственностью: во Франции — в 1863 г., в Испании —



в 1869 г., в Германии и Бельгии — в 1873 г. В это время также появились фондовые биржи. Было организовано много новых компаний, а во Франции возникли такие новые финансовые институты, как «Crédit Mobilier», которые бросили вызов влиятельным кругам и начали предоставлять кредиты новым предпринимателям.

Второй причиной, по которой влиятельные круги не противостоят развитию слепо, является то, что финансовое развитие выгодно им самим, когда их инвестиционные возможности шире возможностей осуществить финансирование. Внезапное увеличение требуемого масштаба производства, скажем, вследствие открытия новых рынков для их продукции, повышает их спрос на финансирование. Или, например, длительный период неблагоприятных экономических условий может истощить их резервы наличности, вынуждая искать финансовые средства и изменяя их отношение к финансовому развитию с наступлением периода, благоприятного для развития экономики.

Последняя и, возможно, более важная причина: повышение уровня конкуренции вследствие действия сил, контролировать которые влиятельные круги не способны, — в особенности конкуренции в результате технологических изменений или открытия границ — может уменьшить стимулы влиятельных кругов использовать неразвитость финансового сектора в качестве барьера для появления новых игроков на внутреннем рынке. Теперь рассмотрим все вышеперечисленное более подробно.

## Политические изменения и финансовое развитие: история «Crédit Mobilier»

Возможно, наилучшим образом проиллюстрировать ситуацию, когда толчком к развитию финансового сектора становятся политические изменения, можно, дав краткое описание возвышения и краха «Société Générale de Crédit Mobilier» во Франции во второй половине XIX в.

Падение Наполеона в 1814 г. (с кратким возвращением к власти в 1815 г.) ознаменовало долгий период относительного мира в конти-

нентальной Европе. Промышленная революция набирала ход, и вскоре для финансирования дальнейшей индустриализации потребовались огромные объемы кредитования. Но даже во Франции, одной из наиболее прогрессивных в технологическом отношении стран Западной Европы, уровень развития финансовой системы был удручающе низким.

В центре финансовой системы Франции был Банк Франции. Его основал Наполеон, оценив успехи английского государства в привлечении кредитов от Банка Англии. Наполеон планировал получить источник кредитов для своих военных предприятий. Но в отличие от Банка Англии, Банк Франции «с трудом распространял свои акции, несмотря на личный пример Первого консула и его декрет, требовавший от правительственных чиновников приобретать акции и размещать излишки своих средств в данном банке; прошло почти два года, прежде чем на текущий счет был внесен весь основной капитал»<sup>1</sup>. Возможно, сложности с привлечением денег даже на гребне успехов Французской империи были обусловлены следующей причиной: банк был всего лишь продолжением всемогущего государства и не имел возможности отказаться от предъявляемых к нему чрезмерных требований. Первоначальный отказ инвесторов доверить банку свои деньги оправдал себя: с падением империи в 1814 г. банк фактически обанкротился.

Однако этот финансовый институт был слишком ценным инструментом для государства и влиятельных кругов, чтобы просто дать ему развалиться. Несмотря на уже предпринятые некоторые действия по приватизации банка, правительство Реставрации предпочло получить над банком полный контроль. Тогдашний министр финансов барон Луи сказал представителям банка: «Вы хотите независимости, но вы ее не получите; у вас будет управляющий, его назову я; он сменит того, кто занимает этот пост сейчас»<sup>2</sup>.

С самого начала Банк Франции стоял на пути финансового развития, как бастион, поскольку боялся потенциальных конкурентов<sup>3</sup>. Банк противостоял организации акционерных банков. Отчасти здесь сказывалось то, что большинство новых проектов было разработано под влиянием идей эксцентричного философа Анри де Сен-Симона. Сен-Симон полагал, что наследственная и земельная аристократия —

паразитическое явление, а будущее — в руках промышленников и банкиров. Свободное движение кредитных средств в промышленность — это ключ к прогрессу. Наиболее разумные и предприимчивые последователи Сен-Симона предлагали планы по «скрещиванию» банковского сектора и промышленности. Но реставрационное правительство опасалось (и не зря), что эти предложения подрвут его собственную легитимность — в конце концов, наследственная и земельная аристократия были его политической опорой<sup>4</sup>.

Таким образом, для того, чтобы преодолеть давление влиятельных кругов, потребовались последовательные политические революции. Даже несмотря на то, что революция 1830 г. ослабила аристократию и ввела в правительство некоторых прогрессивных деятелей, Банк Франции сохранил достаточно влияния, чтобы противостоять нововведениям, особенно учреждению новых финансовых институтов. Революция 1848 г. еще более ослабила влиятельные круги, а самый серьезный удар их власти нанес переворот, который привел к власти Луи Бонапарта. Новое правительство прекрасно отдавало себе отчет в том, что влиятельные финансовые круги, особенно Ротшильды и Банк Франции, имели тесные связи с только что свергнутым Орлеанским королевским домом. Поэтому оно поторопилось и ограничить власть влиятельных финансистов, и установить систему противовесов. В частности, оно категорически потребовало от Банка Франции предоставлять больше кредитов таким формирующимся отраслям, как железнодорожное сообщение (которые не имели связей со «старым режимом»). Оно также санкционировало такие новые виды финансовых институтов, как ипотечные банки. Вскоре Франция имела национальный рынок, который мог предоставить финансирование под залог недвижимости даже самым бедным заемщикам по разумным ценам. Но, возможно, самым решительным шагом стало разрешение на учреждение «Société Générale de Crédit Mobilier» в 1852 г.

Учредителями «Crédit Mobilier» были братья Эмиль и Исаак Перейр, на которых значительно повлияли экономические идеи Сен-Симона. Им виделся масштабный финансовый конгломерат, привлекающий средства посредством эмиссий акций без фиксированного дивиденда и облигаций, и диверсифицирующий риск путем предоставле-

ния займов различным отраслям. Контролируя поток кредитных средств в эти отрасли, он смог бы точно регулировать производство и таким образом обеспечить гармоничное функционирование всех элементов экономики, предотвращая перепроизводство и безработицу. Долговые обязательства этого гигантского посредника будут надежными и ликвидными, потому что степень их диверсификации будет высокой, а управлять ими будут руководители банков и промышленных предприятий с самой лучшей репутацией (включая, конечно, самих Перейр)<sup>5</sup>. Таким образом, «Crédit Mobilier» было отчасти трастовым фондом, отчасти банком, отчасти картелем. Согласно современной теории банковского дела, некоторые из его функций были несовместимы друг с другом. Тем не менее правительству Второй империи «Crédit Mobilier» казалось именно тем институтом, который бросит вызов господству Банка Франции и Ротшильдов.

Против предложения о создании «Crédit Mobilier», как и ожидалось, выступил Яков Ротшильд, который написал в правительство письмо, характеризующее план как спекулятивный, безответственный и монополистский<sup>6</sup>. Тем не менее предприятие получило серьезную поддержку общественности — настолько, что рынок для его акций сформировался еще до эмиссии, когда цена на них достигла отметки, в четыре раза превышающей их номинальную стоимость<sup>7</sup>. «Crédit Mobilier» поддерживало государство, идея увлекла воображение публики — остановить реализацию проекта было невозможно.

Вскоре общество приобрело огромное влияние не только на Францию, но и на континентальную Европу. В первый год своей деятельности оно купило крупный пакет акций «Crédit Foncier», нового ипотечного банка, с которым у него были общие директора и совместные операции. Оно финансировало посредством прямого предоставления займов и андеррайтинга ряд железнодорожных компаний и осуществило слияние некоторых из них; провело реорганизацию угольной промышленности в департаменте Луара и участвовало в учреждении «Darmstädter Bank» в Германии, который был организован по образцу «Crédit Mobilier». Общество финансировало ряд других предприятий во Франции и сопредельных странах и подписало на государственный заем<sup>8</sup>. Историк экономики Рондо Камерон описывает стремитель-

ный рост его влияния на экономику Франции. К 1856 г., через 4 года после основания, оно вело все финансовые операции 16 крупных финансовых и промышленных предприятий, суммарный капитал которых составлял 1 млрд франков — более одной пятой от уровня капитализации Парижской фондовой биржи<sup>9</sup>. Общество оказало значительное влияние на формирование и финансирование крупномасштабных предприятий, и вскоре каждое государство в Западной Европе рассматривало возможность учредить собственный вариант «Crédit Mobilier».

Некоторые из нынешних широко известных французских банков были учреждены в этот период бурного развития, когда государство способствовало, а не препятствовало созданию новых компаний. Банк «Crédit Lyonnais» был зарегистрирован согласно новым законам об ограниченной ответственности в 1863 г., а банк «Société Générale» — в 1864 г. В других странах континентальной Европы были также созданы многочисленные новые акционерные банки.

Отметим в скобках, что такие периоды бурного экономического и политического развития крайне важны. В конце концов, сегодняшний новый игрок завтра становится старым игроком. Если новые игроки, появляющиеся в такие времена, становятся конкурентоспособными лидерами, то маловероятно, что они будут требовать введения нормативных правил, препятствующих появлению новых игроков, в будущем.

Несмотря на то, что «Crédit Mobilier» послужило примером, а во многих случаях и катализатором развития финансового сектора, его собственные проблемы нарастали. Они были связаны со способом его финансирования и контролем, который имели над финансированием противники «Crédit Mobilier». Общество было основано со значительной долей собственного капитала. Оно могло также проводить эмиссию краткосрочных долговых обязательств и принимать вклады от аффилированных с ним компаний. Вышеперечисленного, а также возможности взыскивать займы, предоставленные аффилированным компаниям, или продавать ценные бумаги, которые он держал в них, в условиях процветающего рынка было достаточно для того, чтобы обеспечить финансирование новых предприятий в хорошие времена. Но во время депрессии 1857—1858 гг. многие из этих источников ис-

сякли. Вместо того, чтобы быть источниками средств, они начали выкачивать деньги, требуя в тяжелые времена помощи посредством крупных займов. Когда иссякли возможности публичных финансовых рынков, «Crédit Mobilier» стало их единственной надеждой.

Более того, вместо того, чтобы следовать разумной банковской практике и держать высокодиверсифицированный портфель ценных бумаг, братья Перейр пали жертвой высокомерия, которому часто подвержены успешные финансисты, — им казалось, что все, к чему они прикоснутся, обратится в золото. Одна из первых учрежденных ими компаний была основана в 1854 г. в Париже для городской реконструкции. «Société Immobilière» (так она называлась) вскоре оказалась впущена в другой проект братьев Перейр — постройку Суэцкого канала. Предвидя, что с открытием канала Марсель превратится в один из крупнейших портов мира, компания приобрела крупные земельные участки возле Марселя и начала их разработку с помощью средств, полученных от «Crédit Mobilier». Но земля по своей природе является неликвидным активом для инвестиций, особенно осуществленных по принципу «предложение рождает спрос». К 1865 г. объемы займов, предоставленных «Crédit Mobilier» компаниям, составляли 55 млн франков, 52 млн из которых были предоставлены «Société Immobilière».

В этом и заключалась коренная проблема «Crédit Mobilier». У него было мало возможностей для того, чтобы финансировать инвестиции в неликвидные активы, потому что государство контролировало его доступ к долгосрочному финансированию. А на государство оказывали влияние соперники «Crédit Mobilier» — Банк Франции и Ротшильды, которые, увидев, что правительство Луи Бонапарта — это всерьез и надолго, лестью вернули его расположение<sup>10</sup>. Поэтому, когда в сентябре 1855 г. братья Перейр объявили об эмиссии долгосрочных облигаций, правительство сначала попросило отложить эмиссию, чтобы избежать нагрузки на рынок капитала, а затем вынудило их отложить эмиссию на неопределенный срок<sup>11</sup>. Постоянные нападки братьев Перейр на политику Банка Франции тоже не помогали делу. Поэтому, в 1863 г. предложение братьев Перейр удвоить капитал «Crédit Mobilier» опять отклонили.

С ростом объема займов «Société Immobilière» братья Перейр наконец получили разрешение на привлечение нового капитала в обмен на ряд модификаций своего устава, которые еще сильнее ограничили их свободу действий. Но было уже слишком поздно. Новый капитал просто провалился в бездонную яму «Société Immobilière». Акционеры начали беспокоиться, и цены на акции «Crédit Mobilier» обрушились. На грани банкротства братья Перейр обнаружили, что финансовые институты не желают предоставлять им займы, и обратились в Банк Франции, чтобы выпутаться из ситуации с «Société Immobilière».

Согласно Рондо Камерону, «...первой реакцией членов правления [Банка Франции] было возмущение и негодование. Их просят спасти людей и организацию, которые в течение 15 — нет, 37 — лет и словом, и делом, нападали на них и пытались отнять их привилегии и положение!»<sup>12</sup>. Однако в итоге в Банке Франции поняли, что полный крах такого крупного учреждения, как «Crédit Mobilier», окажет отрицательное влияние на экономику в целом, и решили вмешаться, по меньшей мере, для того, чтобы обеспечить надлежащий порядок банкротства. В обмен на это банк потребовал, чтобы братья Перейр ушли в отставку со своих постов. Интересно, что на посту председателя Исаака Перейра сменил бывший управляющий Банка Франции; он занимал этот пост во время реструктуризации общества. «Crédit Mobilier» не прекращало полностью своей деятельности вплоть до Великой депрессии 1930-х гг., но оно оставалось лишь тенью себя прежнего.

Крах «Crédit Mobilier» во многих отношениях является классическим уроком по поводу того, как надо управлять финансовым предприятием: проводить диверсификацию; адекватно оценивать возникающие риски; поддерживать баланс активов и пассивов; сохранять ликвидность или, по крайней мере, завести друзей, которые в случае необходимости будут готовы эту ликвидность предоставить... Все эти уроки были проигнорированы. «Crédit Mobilier» не очень хорошо финансировало своих клиентов: банкротство «Crédit Mobilier» нанесло им несильный ущерб, что заставляет предположить — ни один из них не занимал особого положения, или они увидели дурные предзнаменования и приобрели альтернативные источники финансирования к тому моменту, как «Crédit Mobilier» потеряло возможность предоставлять кредиты<sup>13</sup>.

Тем не менее история «Crédit Mobilier» также свидетельствует о том, какое значение для финансовой реформы имеют политические изменения. Она демонстрирует, как новая финансовая организация, разрабатывая прогрессивные финансовые и промышленные соглашения, может перевернуть всю финансовую и промышленную систему — возможно, гораздо сильнее, чем прямое политическое вмешательство. Этот пример также показывает, что влиятельные круги последуют за инициативой новичка, если его стратегия хоть что-нибудь стоит, и в конце концов могут выиграть у него на его же поле. Поэтому, даже если успех новичка будет недолговечным, он может навсегда изменить практику финансовой системы. Например, чтобы сохранить свои позиции в Австрии, Ротшильды были вынуждены учредить предприятие, организованное по образцу «Crédit Mobilier», — «Creditanstalt», — которое было основой австрийской финансовой системы вплоть до Великой депрессии<sup>14</sup>. В более недавние времена в США мы видели, как финансирование враждебных поглощений компанией «Drexel Burnham Lambert» в итоге привело к тому, что ведущие коммерческие и инвестиционные банки отбросили сомнения и включились в противостояние промышленной «аристократии». Конкуренция со стороны новичка «Drexel» вынудила их финансировать поглощение таких почтенных компаний, как «Singer» и «RJR Nabisco» — против воли влиятельных управляющих.

Это сравнение особенно верно. Как и «Crédit Mobilier», компания «Drexel Burnham Lambert» слишком многим наступила на больные мозоли и, когда начались трудности, обнаружила, что у нее слишком мало друзей во влиятельных кругах. Тот факт, что Федеральная резервная система отказалась руководить спасением «Drexel», не может не быть связанным с количеством врагов, которых заполучила компания, осуществляя свои финансовые решения. Plus ça change, plus c'est la même chose<sup>15</sup>!

## Новые возможности и финансовое развитие

Новые финансовые и промышленные компании, которые появляются во время политических изменений, в итоге становятся влия-



тельными — если до этого не разоряются. Но они не всегда используют свою силу для того, чтобы уронить на землю лестницу финансирования, которая подняла их на высоту их теперешнего положения: финансовое развитие выгодно и старым игрокам, когда их инвестиционные возможности превышают возможность их профинансировать. Внезапное увеличение необходимого масштаба производства, например при появлении новых рынков, повышает их спрос на финансирование, а следовательно, желание содействовать финансовому развитию. Особенно это касается эффективно работающих предприятий.

В 1850—1860-х гг. резкое снижение стоимости перевозок внезапно расширило потенциальные объемы рынка, которые могла обслужить одна компания. Чтобы дать возможность фирмам выходить на внешние рынки, государства начали стимулировать свободную торговлю. Также был осуществлен переход на золотой стандарт. Фиксация обменных курсов в золотом эквиваленте дала производителям большую уверенность в ценах на экспорт своей продукции (как и в издержках на импортируемое ими сырье), что содействовало росту производства. Золотой стандарт также стимулировал расширение потоков капитала между странами, что было выгодно и таким странам с избытком капитала, как Англия, которые получили возможность инвестировать излишки, и таким странам с недостатком капитала, как Швеция, которые начали развивать промышленность, используя иностранный капитал. Таким образом, расширение рынков также привело к расширению спроса на финансирование и его предложения.

Отношение влиятельных кругов к финансовому развитию может измениться со временем, с изменением спроса на финансирование. Например, в континентальной Европе поворотным пунктом в этом отношении стала первая мировая война, особенно повлиявшая на тяжелую промышленность. Перед войной высокий уровень спроса на инвестиции сделал тяжелую промышленность крайне зависимой от внешнего финансирования. В результате крупные промышленные компании в этих странах начали поддерживать финансовое развитие. Однако после войны инфляция и доходы военного времени освободили многие из этих компаний от необходимости привлекать средства на постоянной основе. Например, итальянская компания тяжелого машинострое-

ния «Ansaldo» была крайне зависима от банковского финансирования перед войной. После войны она отнюдь не испытывала недостатка в наличных средствах — настолько, что дважды пыталась поглотить тот самый банк, который финансировал ее развитие перед войной<sup>16</sup>. Коротче говоря, по сравнению с нуждами широкой общественности изменение финансовых потребностей основных игроков имеет больше шансов содействовать изменению отношения политиков к финансовой системе.

## Новые технологии и внешняя конкуренция

Научно-технический прогресс также может снизить выгоду влиятельных кругов от предотвращения появления потенциальных новых игроков. Причина этого в том, что технология может сделать возможным проникновение конкуренции извне, через политические границы. Когда политические барьеры для входа на рынок перестанут быть непроницаемыми, влиятельные круги могут прекратить поддерживать другие формы барьеров, включая низкий уровень развития финансовой системы. Примером нормативного барьера в США, который уступил давлению конкуренции, вызванной научно-техническим прогрессом, может служить закон, запрещавший банкам открывать отделения.

Конституция США запрещала входящим в союз штатам иметь собственную валюту и облагать налогом торговлю между штатами. В результате штаты достаточно рано начали искать новые источники доходов. Одним из важных источников были банки. Штаты ограничивали появление новых игроков в банковском секторе: для того, чтобы заниматься банковским бизнесом в штате, нужно было приобрести за значительную плату банковский чартер (документ на право ведения операций). Более того, зачастую штаты владели пакетами акций банков и облагали налогами их доходы<sup>17</sup>.

Таким образом, банковские доходы были скрытым налогом для граждан, поскольку владельцы частных банков передавали значительную долю своей прибыли штату в форме налогов и дивидендов. Штат мог максимизировать налоги, максимизировав доходы банка. Это под-

разумеает, что банковский чартер должен быть выдан только одному банку во всем штате. Но тогда один банк получит слишком много власти. Так же неудобно, с точки зрения штата, было бы выдавать чартеры многим банкам, поскольку это вынудило бы их конкурировать за доходы, что принесло бы прибыль не нуждающемуся штату, а не обслуживающим того гражданам.

Таким образом, штаты остановились на половинчатых мерах. Чартеры выдавались нескольким банкам, но им не разрешали открывать большое количество отделений в пределах одного штата. Некоторые штаты приняли законы, которые разрешали одному банку открыть только одно отделение. В результате этих ограничений каждый банк получил монополию на небольшую окружающую его территорию, но, кроме того, штат не был обязан только одному банку. Так ограничения на создание отделений внутри штата стали нормой. Более того, поскольку штаты не получали выплат с банков, зарегистрированных в других штатах, они запрещали банкам из других штатов функционировать в своих пределах.

В целом, эти ограничения были крайне неэффективны. Мешая распространению хороших банков и расширению всех банков за пределы их территории, эти ограничения сделали банки менее рентабельными и повысили связанный с ними риск. Тем не менее ограничения сохранились: изначально потому, что они требовались штатам для получения прибыли, а позднее потому, что сформировавшиеся в результате мелкие банки нуждались в данных ограничениях, чтобы выжить, и были готовы платить законодателям штата, чтобы обеспечить сохранение статус-кво.

Вышеописанная ситуация служит иллюстрацией важного тезиса касательно ограничений на вход новых игроков. Когда ограничения существуют, появляются группы, которые обязаны своим существованием этим ограничениям и недостаточно конкурентоспособны, чтобы выжить без них. Власть этих групп, естественно, со временем будет укрепляться: их конкуренты, страдавшие от ограничений, постепенно ослабнут и исчезнут. Ограничения также обеспечат текущие и будущие доходы, с помощью которых старые игроки будут оплачивать политическую защиту своих интересов. Напротив, противники ограничений

могут предложить своим сторонникам только конкуренцию. Конкуренция снижает доходы, с помощью которых можно было бы оплатить политическое содействие. В таком случае могущество противников конкуренции не должно удивлять.

В случае ограничений на открытие отделений естественными их сторонниками были мелкие банки с неэффективным небольшим масштабом деятельности, которые выжили только потому, что эти ограничения защищали их от крупных рентабельных банков. Другие финансовые институты — такие, как страховые компании — также поддерживали эти ограничения, поскольку опасались, что крупные банки займутся страховым бизнесом и будут очень эффективно работать, проводя страховые премии через свои отделения. Крупные банки были против ограничений на открытие отделений, поскольку эти ограничения мешали их естественному росту и разностороннему развитию. Очевидно, что мелкие банки и страховые компании вступили в сговор, чтобы сохранить ограничения на открытие отделений внутри штата. На протяжении почти всего XX в. их интересы доминировали. Однако с начала 1970-х гг. многие штаты ослабили ограничения. Что заставило их пойти на это?

Ответ — технология<sup>18</sup>. Ограничения на открытие отделений позволяют банку создать местную монополию только для себя, если другие банки не имеют возможности работать с удаленными клиентами. Но технологические инновации сокращают расстояние. Сеть банковских автоматов дает банку возможность предоставлять клиентам наличные деньги вне зависимости от их местонахождения, не имея поблизости местного отделения. Агентства оценки кредитоспособности ведут подробный и своевременный учет кредитоспособности клиента, чтобы любой банк мог предоставлять займы физическим лицам, не подвергаясь ненужному риску. Короче говоря, технологические достижения позволяют заниматься банковским делом «на расстоянии», размывая местные монополии и повышая издержки на их содержание<sup>19</sup>.

Дерегуляция банковского сектора США началась в 1970-х гг., когда вышеупомянутые технологические достижения приобрели коммерческое значение, однако закончилась в различных штатах не одновременно. Время, которое потребовалось на проведение дерегуляции в

том или ином штате, демонстрирует силу частных интересов, противостоящих дерегуляции, в данном штате. Снятие ограничений на открытие отделений осуществлялось быстрее, когда в штате было меньше мелких банков и больше мелких зависимых от банков фирм (которые были сильно заинтересованы в том, чтобы иметь дело с более конкурентоспособными банками). Присутствие в штате крупного страхового сектора замедляло процесс дерегуляции<sup>20</sup>.

Дерегуляция имела предсказуемые последствия. Мелкие банки теряли свою долю рынка, а в штатах, где банки могли входить в сектор страхования, объемы сектора сократились. Но в целом дерегуляция была выгодна и заемщикам, потому что они получили в среднем более низкие процентные ставки по предоставляемым им займам, и самим штатам, так как темпы роста их экономики повысились (как мы отмечали ранее)<sup>21</sup>. Группы, объединенные общими интересами, действительно сдерживали экономический прогресс, а технологический прогресс на самом деле может быть единственным способом изменить их стимулы противостоять появлению новых игроков.

## Открытость и финансовое развитие

Мы только что видели, что научно-технический прогресс может оказать давление на влиятельные круги и изменить устаревшие финансовые нормативные правила, поскольку их эффективность в сдерживании конкуренции снижается. Другим случаем, в котором влиятельные круги могут счесть неразвитую финансовую систему менее полезным инструментом, является тот, когда экономика открыта или становится открытой иностранным товарам и капиталу. Грубо говоря, это происходит так: влиятельные круги могут манипулировать политическим процессом с целью подавления внутренней конкуренции. Но открытые границы приводят к появлению конкурентов, на которых нельзя воздействовать посредством внутреннего политического процесса. Это имеет ряд последствий.

Во-первых, система предоставляет меньше выгод, которые следовало бы защищать: в условиях открытой экономики влиятельные круги

не могут использовать политические механизмы для того, чтобы ограничивать иностранцев. Более того, в условиях, когда потенциальные выгоды от ограничения на вхождение новых внутренних игроков ограничены (сколько ущерба может принести появление новых внутренних игроков по сравнению с иностранной угрозой?), и стимулы сохранять ограничения, и возможность платить политикам за поддержку снижаются. Наконец, перед лицом международной конкуренции даже влиятельные игроки с устойчивым положением ощущают необходимость быть уверенными во внутренней инфраструктуре: например, старые компании наконец понимают, что высокие расценки на внутренние финансы вредны. Поэтому они не просто не хотят противостоять финансовому развитию — они становятся активными сторонниками этой идеи.

Конечно, открытие границ страны само по себе отчасти является политическим решением. Мы не будем рассматривать это решение в данной главе, поскольку оно является частью более обширного вопроса: готова ли экономика страны стать рыночно ориентированной, — что является предметом последующих глав.

Мы несколько поторопились, утверждая, что открытость стимулирует конкуренцию, которая, в свою очередь, способствует финансовому развитию. Некоторые формы внешней конкуренции могут, на самом деле, усилить противодействие финансовому развитию. Таким образом, следует рассматривать отдельно влияние открытости страны на торговлю (т. е. на конкуренцию товаров и услуг) и ее влияние на движение капитала (т. е. на конкуренцию в финансовом секторе). Также нужно отделять реакцию промышленных игроков от реакции игроков финансовых.

Сначала рассмотрим страну, которая открыта только для торговли. Иностранные рынки предоставляют новые возможности; открытость, помимо этого, приводит иностранных конкурентов на внутренние рынки страны. Появление иностранных игроков снижает внутренние доходы. Более низкие доходы означают, что старые игроки получают меньше денежной наличности в процессе своей деятельности, что повышает их зависимость от внешнего финансирования. В то же самое время внешние возможности (или необходимость защищать внутренние рынки от более совершенных иностранных технологий) повышают необходимость больше инвестировать и лучше управлять своими рисками.

Такая конкуренция отчасти стала причиной либерализации финансового сектора в Испании после ее вступления в Европейское сообщество в 1986 г.<sup>22</sup> До этого момента в финансовом секторе Испании занимал доминирующее положение картель семи крупнейших банков, которые контролировали 72 % вкладов и были способны поддерживать стоимость привлечения кредитов на уровне значительно выше среднеевропейского<sup>23</sup>. Повышение уровня конкурентности среды в результате вступления в Европейский союз подчеркнуло невыгодное положение промышленного сектора, вызванное финансовой системой, что, в свою очередь, значительно изменило политику (в данной сфере). В 1988 г. социалистическое правительство Фелипе Гонсалеса одобрило коренную реформу рынков капитала — предложение специального комитета, которое игнорировалось больше десятилетия. Тот факт, что социалистическое правительство поддержало развитие финансовых рынков, в то время как его правые предшественники этого не делали, заставляет предположить, что под давлением внешней конкуренции роль идеологии становится крайне незначительной.

Испанские события, возможно, являются исключением. Одно то, что влиятельные промышленные компании нуждаются во внешнем финансировании, не означает, что страна повысит уровень прозрачности и доступности денежных средств. Собственно говоря, в условиях повышения спроса на финансовые средства влиятельные промышленники могут потребовать более сильных финансовых ограничений, чтобы все имеющиеся в наличии денежные средства перетекали к ним. Крупные финансовые игроки также могут решить, что потери от повышения уровня конкуренции в финансовом секторе (вследствие большей прозрачности и более широкого доступа) не будут перекрыты выгодой от появления новых клиентов — промышленных компаний, которые появятся в результате реформы. Гораздо более выгодной может оставаться поддержка существующих отношений с влиятельными промышленниками и снабжение их крупными объемами капитала в соответствии с их текущими нуждами.

Вместо того, чтобы оказывать давление на государство, стремясь добиться улучшения качества внутренней финансовой системы, влиятельные промышленники могут ходатайствовать перед ним о предос-

тавлении льготных кредитов в условиях международной конкуренции. Предоставление кредитов государством фатально по двум причинам. Во-первых, оно следует политическим нуждам, а не экономическим возможностям. Во-вторых, дешевые государственные субсидии имеют тенденцию замещать функции открытого рынка капитала, поскольку инвесторы не получают субсидий и не могут предоставлять средства по тем же процентным ставкам. Банковский сектор обычно выступает посредником при распределении средств и может ходатайствовать перед государством о предоставлении ему доли субсидий. Поскольку банковский сектор не может конкурировать с государством без субсидирования, он станет лишь несколько большим, чем государственным органом, ответственным за распределение кредитных средств в соответствии с планами правительства, даже если не будет прямо контролироваться государством.

Именно это произошло во Франции после второй мировой войны. В конце войны французскую промышленность в основном составляли мелкие и средние предприятия. В течение межвоенного периода они были изолированы от международной конкуренции. В отличие от других стран Западной Европы, в экономике Франции до сих пор подавляющее число занятых было в сельском хозяйстве. В течение последующих 30 лет давление внутренней и внешней конкуренции вынудило экономику трансформироваться по двум основным направлениям. Во-первых, сельское хозяйство уступило промышленности, а во-вторых, промышленность реструктурировалась и консолидировалась таким образом, что доминирующее положение в ней заняли крупные компании.

Давление внешней конкуренции вызвало изменения в промышленности, но вместо того, чтобы в рамках этих изменений освободить финансовые рынки, государство по причинам, которые мы подробно рассмотрим в последующих главах, решило проконтролировать темпы изменений, взяв под контроль финансовый сектор.

Например, французское правительство активно вмешалось в функционирование трудоемкой текстильной промышленности. Даже несмотря на то, что размеры средней компании были небольшими по сравнению с производителями в других европейских странах, а оборудо-



дование, которое использовалось во Франции, было устаревшим, государство запрещало открывать новые заводы, которые имели бы более высокую производительность и в потенциале повысили бы заработную плату. Оно прямо субсидировало выплату зарплат, чтобы избежать остановок производства, и установило ряд ограничений против внешней конкуренции. Был организован фонд — исключительно для того, чтобы финансировать сохранение мелкого масштаба текстильной промышленности<sup>24</sup>. Таким образом, целью было сохранить отрасль в ее устаревшей форме, предоставляя финансирование.

Со временем экономические возможности исчерпались, хоть и медленно. Уровень занятости в отрасли снизился, чему способствовало государственное финансирование, обеспечившее бесконфликтное закрытие заводов. Основным направлением государственного вмешательства теперь было обеспечение слияний, снова с приманкой в виде государственных кредитов. Вмешательство государства, без сомнения, предотвращало остановку производств, которые происходили бы в условиях открытости отрасли для конкуренции, но и продлевало агонию отрасли и снижало уровень ее производительности по сравнению с датскими или немецкими предприятиями. А когда в конце 1970-х гг. появилась конкуренция со стороны развивающихся стран, отрасль была совершенно не готова к ней. Государство снова вмешалось, еще более активно, чем в прошлом, поскольку решения о том, какие компании следует спасать, принимались не кредиторами, а государством<sup>25</sup>. Вмешательство неизбежно создает для себя будущее оправдание.

Таким образом, вмешательство государства в распределение кредитов было всеобъемлющим. Уже в 1979 г., по данным Банка Франции, 43 % всех кредитов экономике выдавались в рамках каких-либо привилегий или субсидий, а 25 % кредитования негосударственных организаций прямо субсидировалось<sup>26</sup>. В основном контроль осуществлялся казначейством — небольшим органом примерно из 100 чиновников, избранных среди элиты. Как отметил французский бизнесмен, который начал свою карьеру в казначействе: «Вы пребываете в твердой уверенности, что Франция — это центр мира, Париж — центр Франции, а Казначейство — центр Парижа... Влияние и авторитет Казначейства распространяется на все области Франции. Оно пред-

ставляет государство в трех крупнейших банках: «Crédit Lyonnais», «Banque Nationale de Paris» и «Société Générale». Оно словно в тисках держит финансы французского государственного сектора, одного из крупнейших на Западе, и правительственные субсидии»<sup>27</sup>.

Короче говоря, государство может вмешаться для того, чтобы смягчить влияние внешней конкуренции, что может еще более снизить прозрачность финансовой системы и сузить доступ к ней. Таким образом, одной открытости торговым потокам (т. е. открытости промышленного сектора) может быть недостаточно для того, чтобы убедить одну или обе заинтересованные доминирующие группы поддержать финансовое развитие. Это предполагает, что на ситуацию в Испании оказывали влияние и другие факторы, которые отличали ее от более ранней ситуации во Франции, и поэтому в первом случае внешняя конкуренция подстегнула финансовое развитие, а во втором — спровоцировала вмешательство государства.

Именно тогда, когда иностранные торговые потоки и потоки капитала не встречают препятствий, и промышленники, и финансисты получают стимулы положительно влиять на финансовое развитие. Влиятельным промышленникам требуются денежные средства: их прибыли снижаются, нужно проводить реструктуризацию, чтобы сохранять свою конкурентоспособность. Но важно отметить, что в условиях свободного движения капитала через границы государство не сможет ответить, увеличив объемы кредитов влиятельным кругам: когда уровень конкуренции на товарных рынках повысится, повысятся риски и информационные требования для предоставления займов, объем займов возрастет. Возможность серьезных ошибок, вызванных тем, что государство направляет потоки кредитных средств, увеличится. Более того, возможность государства предоставить крупные кредиты на льготных условиях компаниям-фаворитам сократится, когда мобильный международный капитал вынудит государство поддерживать сбалансированность бюджета. Роль государства в финансовом секторе станет менее важной.

Именно это и произошло, в конце концов, во Франции. В 1950–1960-х гг. французское правительство ограничило политическую цепу, которую ему пришлось заплатить за крупные «благотворительные»

кредиты на льготных условиях, финансируя кредитование через увеличение денежного предложения. Это означало, что, вместо того, чтобы финансировать большие расходы государства через уплату налогов, граждане финансировали их, смиряясь с высоким уровнем инфляции и, таким образом, более низкой стоимостью своих денежных сбережений. В течение этого периода Франция была вынуждена трижды проводить девальвацию франка (не считая тарифов, введенных в 1954 г., которые были призваны сымитировать эффект девальвации)<sup>28</sup>. Но эти девальвации были нечастыми, и общественность принимала их безропотно.

Ситуация обострилась в 1980-е гг. Даже несмотря на то, что в 1981 г. Франсуа Миттеран пришел к власти с программой, предусматривающей увеличение субсидий и повышение роли государства в экономике, среда изменилась. После отмены Бреттонвудского соглашения (подробнее об этом позже) в 1970-х гг. мобильность международного капитала повысилась. С приходом к власти социалистов и Миттерана из Франции началась утечка капитала — отчасти потому, что богатые убегали, опасаясь конфискационной политики со стороны социалистов, а отчасти потому, что благоразумные бизнесмены предвидели: обменный курс начнет испытывать давление, когда социалисты продолжат свободную бюджетную политику. В 1981 г., а затем еще раз в июне 1982 г. Франция провела практически неизбежную девальвацию. К марту 1983 г. Франция снова была на грани исчерпания резервов, пытаясь защитить франк.

Дополнительное внешнее давление со стороны свободных потоков капитала вынудило правительство социалистов совершить резкую смену курса. Пожимая, что придется либо полностью закрыть экономику для торговых потоков и потоков капитала, либо составлять взвешенный бюджет и перестать вмешиваться в функционирование экономики, правительство выбрало последнее. Всего лишь через несколько лет после национализации всего банковского сектора французские социалисты стали активно поддерживать французскую финансовую систему, основанную на принципах свободного рынка — настолько, что в 1986 г. они открыли в Париже самый яркий символ рыночной экономики — фьючерсную биржу!

С уменьшением влияния государства конкуренция в промышленном секторе и финансовом секторе может взаимно усилиться, когда экономика открыта и товарным потокам, и потокам капитала. Самые эффективные устойчивые компании будут способны использовать открывшиеся внешние рынки для получения финансовых средств. Эти компании, способные к конкуренции на внешнем рынке, не будут сильно обеспокоены появлением новых внутренних игроков и, следовательно, не будут противостоять развитию финансового сектора своей страны. По не столь успешным промышленникам внешняя конкуренция может ударить сильнее всего, но, тем не менее, они тоже будут поддерживать финансовое развитие — им потребуются финансовые средства, а их прежние финансисты не смогут больше предоставлять им займы на старых выгодных условиях<sup>29</sup>. Проблемы с финансированием приведут к тому, что эти компании начнут требовать введения большей прозрачности и большей доступности денежных средств, чтобы самим получать финансирование. В отличие от того случая, когда страна открыта только потокам капитала, влиятельные промышленники теперь также станут способствовать финансовому развитию. Сопутствующая ему угроза появления в промышленном секторе страны новых игроков будет теперь казаться относительно незначительной, учитывая наличие конкуренции на рынках товаров и услуг.

Более того, когда финансовый сектор страны потеряет некоторых своих лучших клиентов, финансовые институты страны захотят найти новых клиентов среди еще не основанных или молодых производственных компаний, которые до сих пор не имели нужных связей и не могли получить финансирование. Поскольку с этими клиентами будет связана более высокая степень риска и они будут менее известны, у финансовых институтов будет только один выбор: добиваться повышения уровня раскрытия информации и исполнения контрактов. В свою очередь, это обусловит приход большего числа новых игроков и повышение конкуренции в финансовом секторе.

Это и есть недостающее звено цепи в истории с испанским финансовым сектором. Спасительное сочетание открытых для торговли границ и появления иностранных потоков капитала в результате денежной интеграции в Европе дало мощный импульс реформам финан-

сового сектора в Испании. Европейская валютная интеграция также обусловила стремительный рост фондовых рынков в континентальной Европе — настолько, что фондовая биржа «Deutsche Bourse» из Германии, страны, где традиционно доминируют банки, серьезно обдумывала возможность выступить в качестве старшего партнера при слиянии с Лондонской фондовой биржей.

Со временем проявятся и другие эффекты. Когда влиятельные финансисты страны улучшат свои навыки, они будут стремиться к конкуренции и за рубежом. Когда они начнут поиски новых клиентов вне страны, они будут вынуждены в качестве компенсации расширить доступ для иностранцев и отменить местные нормативные правила, которые дают им преимущественное положение в конкуренции. Например, немецкое правительство запрещало японским финансовым организациям возглавлять список андеррайтеров облигаций, деноминированных в немецких марках, до тех пор, пока в 1985 г. Япония не согласилась разрешить иностранным компаниям, ведущим операции с ценными бумагами, действовать в качестве ведущих андеррайтеров облигаций, деноминированных в японской йене<sup>30</sup>. Иностранные финансовые компании, которые входят на внутренний рынок страны, с большой вероятностью станут еще одной могущественной группой, поддерживающей финансовое развитие. Поскольку они не являются частью социальной и политической структуры страны, они предпочтут прозрачные и независимые процедуры заключения и исполнения контрактов непрозрачным частным договоренностям. То, что те же самые требования предъявляют потенциальные местные предприниматели — еще одни чужаки по отношению к местным производителям, — не является совпадением.

Японский рынок корпоративных облигаций является хорошим примером ситуации, когда финансовый сектор начал развиваться в результате давления извне. В 1933 г. японские банки с благословения министерства финансов сформировали Комиссию по облигациям, которая определяла, какие компании могут совершать эмиссию облигаций, когда и на каких условиях. Комиссия установила принцип залога: «Нельзя проводить эмиссию корпоративных облигаций без достаточного залога», — и потребовала, чтобы в качестве доверительных собственников

залога выступали только банки — в обмен на крупное вознаграждение. Это поставило все финансирование корпоративной задолженности под контроль банков, которым, в свою очередь, государство давало указания о том, кого облагодетельствовать.

Ключевые игроки почти не имели стимулов сопротивляться организации комиссии даже несмотря на то, что она значительно ограничила доступ компаний на рынки корпоративных облигаций<sup>31</sup>. Каждая конкретная компания была бы в лучшем положении, если бы могла получить независимое финансирование посредством облигаций вместо того, чтобы быть ограниченной банковским финансированием. Но никто не хотел ссориться с главным банком и рисковать потерять доступ к кредитованию в случае ухудшения экономических условий. А ограничения на финансирование мешали появлению новых игроков, а следовательно, тормозили конкуренцию в промышленном секторе. Таким образом, ни одна компания не возражала против изменений.

За исключением компаний, ведущих операции с ценными бумагами, финансовые организации также выиграли, так как смогли поднять ставки на долгосрочное финансирование, чтобы не бросать вызов банкам. Ключевые фирмы, осуществляющие операции с ценными бумагами, были кооптированы. Несмотря на то, что таких компаний были сотни, «большая четверка» — «Nomura», «Nikko», «Daiwa» и «Yamaichi» — по очереди проводили разрешенные эмиссии и получали 75 % всех комиссионных за андеррайтинг<sup>32</sup>. Если бы они бросили вызов Комиссии по облигациям, их олигополия и фиксированный размер комиссионных оказались бы под угрозой. Японское правительство было довольно наличием статус-кво, поскольку могло быть уверено, что на рынке облигаций не будет дефолтов, к тому же, вследствие ограничений деньги проходили через банковский сектор, где их проще было направлять. Единственными очевидными пострадавшими были индивидуальные инвесторы, но их можно было не принимать в расчет: как и во всех аналогичных случаях, они были немногочисленны и разобщены, и им было крайне сложно преодолеть проблемы, связанные с инертностью и желанием получить выгоду за чужой счет, которые мешали им организовать и бороться с системой.

В условиях, когда все ключевые игроки были довольны ситуацией, изменения должны были прийти извне. Когда в 1970-х гг. полу-

чать займы за рубежом стало проще, крупные японские компании попытались снизить издержки, заменив банковскую задолженность государственным долгом. Для этого они вышли на Еврорынок — офшорный финансовый рынок, не контролировавшийся японским правительством, — где не требовался обязательный залог и предоставлялось обширное меню инструментов, сроков выплат и валют, в которых они могли осуществлять эмиссию. В начале 1970-х гг. на долю Еврорынка приходилось только 1,7 % японского корпоративного финансирования, а в 1984 г. — уже 36,2 %<sup>33</sup>.

Сначала японские банки пытались сохранить внутренние ограничения на эмиссии облигаций — поскольку они не имели право на андеррайтинг облигаций на внутреннем рынке, — в то же время пытаясь участвовать в андеррайтинге некоторых эмиссий евробондов. Японские компании, ведущие операции с ценными бумагами, были против этого, поскольку им казалось, что банки постараются вынудить клиентов использовать их как ведущих андеррайтеров. К тому же они опасались, что в связи с этим банки наконец потребуют полномочия внутренних андеррайтеров. Поэтому японские банки и компании, ведущие операции с ценными бумагами, сражались за клиентов на Еврорынке. Однако выиграли в данной ситуации компании, потому что серьезной попытки удержать их от эмиссий на Еврорынке предпринято не было.

Тем временем, на внутренний рынок Японии оказывалось внешнее давление. В 1978 г. американская розничная компания «Sears» попросила разрешения осуществить эмиссию необеспеченных облигаций в Японии. Японское правительство не могло отказать в эмиссии, не вызвав ответных действий, особенно учитывая, что в том же году японская розничная компания «Ito Yokado» объявила, что собирается выпустить в Нью-Йорке необеспеченные облигации, деноминированные в долларах. Японское правительство, спасая лицо, разработало условия, на которых компании имели бы право совершать эмиссию необеспеченных акций, таким образом, чтобы 40 иностранных компаний и только 2 японские, «Toyota» и «Matsushita Electrical», удовлетворяли этим условиям. В марте 1979 г. «Sears» стала первой компанией, которая выпустила необеспеченные корпоративные облигации в Японии с 1933 г. Вскоре за ней последовала «Matsushita Electrical»<sup>34</sup>. «Принцип залога» был нарушен!

Несмотря на то, что со временем количество компаний, отвечающих критерию по выпуску необеспеченных облигаций на японском рынке, увеличилось, ограничений все еще было достаточно: например, одна дата выпуска каждый месяц и требование, согласно которому компании не могли осуществлять эмиссии на сумму, более чем в 2 раза превышающую их собственный капитал; поэтому внутренний рынок оставался непривлекательным. Комиссия по облигациям продолжала противостоять созданию агентств по рейтингу облигаций, опасаясь, что ее деятельность окажется ненужной. В конце концов, до определенных пор ей удавалось не позволить «Hitachi» (которая имела первоклассный рейтинг AA на иностранных рынках) удовлетворить требования для выпуска необеспеченных облигаций на внутреннем рынке.

Однако в то время, как компании продолжали убежать на Евро-рынок, банки пришли к мнению, что, возможно, будет лучше обменять часть бизнеса по андеррайтингу на то, чтобы отказаться от своей способности выступать в качестве преграды на все более не соответствующем реальному положению дел внутреннем рынке облигаций. Поэтому в конце 1980-х гг. банки пошли на сделку: они согласились ослабить критерии, по которым компании получали право на выпуск необеспеченных облигаций, в обмен на возможность выступать в качестве ведущего андеррайтера при японских корпоративных эмиссиях на внешних рынках<sup>35</sup>.

Таким образом, конкуренция со стороны Еврорынка вызвала изменения, которые позволили японским компаниям использовать (для финансирования) японские рынки облигаций. Дело было не столько в том, что политическая власть различных партий изменилась, сколько в том, что привлекательность статус-кво снизилась с сокращением прибылей, и влиятельные финансовые организации перестали противостоять изменениям. Основным достоинством конкуренции со стороны внешних рынков и организаций, таким образом, является то, что иностранные конкуренты не являются частью какого-либо внутреннего картеля и, таким образом, дают возможность общественным интересам восторжествовать.



## Системный анализ

До сих пор в доказательство нашего тезиса о том, как происходит финансовое развитие, мы предоставляли данные по конкретным случаям. Системный анализ моделей финансового развития в разных странах за определенный период времени также подтверждает наш основной тезис. В течение второй половины XIX в. в большинстве европейских стран финансовый сектор активно развивался. Так называемая буржуазная революция, подкрепленная земельной реформой, повысила политическое влияние формирующегося класса промышленников. В то же самое время снижение стоимости транспортных услуг, за которым последовало расширение рынков, создало большие возможности для инвестиций и, таким образом, большую потребность в финансовых средствах. Это удачное совпадение политических изменений и потребности в финансах создало идеальные условия для развития финансового сектора. Следуя примеру Франции под управлением Луи Бонапарта, правительства начали активно поощрять развитие финансовых секторов своих стран. В результате к началу XX в. прогрессивные европейские страны достигли очень высоких уровней финансового развития — более высоких, чем мы наблюдали в 1980 г.

Рассмотрим приведенное в таблице сравнение трех индикаторов финансового развития в 1913 и 1980 гг. в ряде развитых стран. Индикаторами являются показатели финансирования (например, капитализация фондового рынка), деленные на показатели экономической деятельности (например, ВВП).

Одним из способов оценки уровня финансового развития является изучение роли банков в перераспределении денежных средств. Это показывает наш первый индикатор — отношение объема вкладов к ВВП. Снижение этого отношения на 20 % с 1913 по 1980 г. показывает, что в начале XX в. банки играли относительно более заметную роль в распределении сбережений.

Таблица 1

## Развитие финансового сектора в 1913 и 1980 гг.

Страна	Объем вкладов/ ВВП		Капитализация фондового рынка/ВВП		Финансирование за счет выпуска акций/вложения в основной капитал	
	1913 г.	1980 г.	1913 г.	1980 г.	1913 г.	1980 г.
Австрия	1,12	0,62	0,76	0,03		0,00
Бельгия	0,68	0,39	0,99	0,09	0,23	0,03
Великобритания	0,10	0,14	1,09	0,38	0,14	0,04
Германия	0,53	0,30	0,44	0,09	0,07	0,01
Дания	0,76	0,28	0,36	0,09		0,01
Италия	0,23	0,59	0,17	0,07	0,07	0,04
Канада	0,22	0,47	0,74	0,46		0,04
Нидерланды	0,22	0,25	0,56	0,19	0,38	0,01
Норвегия	0,65	0,30	0,16	0,54		
США	0,33	0,18	0,39	0,46	0,04	0,04
Франция	0,42	0,45	0,78	0,09	0,14	0,06
Швейцария	0,93	0,69	0,58	0,44	0,03	
Швеция	0,69	0,48	0,47	0,11	0,08	0,00
Япония	0,13	0,48	0,49	0,33	0,08	0,01
Среднее значение	0,50	0,40	0,57	0,24	0,13	0,02

Источник: Зингалес и Раджан, 2003.

Конечно, какие-либо выводы о финансовом развитии на базе только этой информации были бы чрезмерным упрощением. С развитием финансовых рынков банки отчасти теряют свое влияние; таким образом, эти данные могут отражать более важную роль финансовых рынков в последней четверти XX в. Но это не тот случай. Если мы используем похожий индикатор для того, чтобы оценить развитие рынков ценных бумаг (отношение капитализации фондового рынка к ВВП), мы увидим, что в 1980 г. объемы рынков ценных бумаг были в половину меньше относительно ВВП, чем в 1913 г. Собственно говоря, для всех стран, кроме США и Норвегии, отношение капитализации фондового рынка к ВВП в 1980 г. было меньше, чем в 1913 г.

Даже эта оценка несовершенна. Например, в 1980 г. Норвегия имела очень высокое отношение капитализации фондового рынка к ВВП — не потому, что рынок ценных бумаг играл важную роль в финансировании промышленности, но потому, что Норвегия обнаружила в Северном море нефтяные месторождения. В сочетании со вторым нефтяным кризисом, который значительно повысил цены на нефть в 1979 г., стоимость норвежских нефтяных компаний феноменально возросла. В общем, уровень капитализации рынка ценных бумаг может отражать другие факторы, помимо значения рынков ценных бумаг для финансирования компаний.

Однако наш третий индикатор — доля инвестиций, профинансированных посредством эмиссий ценных бумаг, — отражает ту же тенденцию, что и первые два<sup>36</sup>. Во всех странах, кроме США, эмиссии ценных бумаг были более важным источником финансирования инвестиций в 1913 г., чем в 1980 г. В среднем за этот период доля инвестиций, профинансированных через ценные бумаги, снизилась с 13 до 2 % (и даже в 1990 г. она не достигла того уровня, на котором была в 1913 г.). Итак, различные индикаторы дают замечательно непротиворечивую картину: в большинстве стран уровень развития финансовых систем в 1913 г. был очень высок, особенно по сравнению с 1980 г.

Однако ситуации в этих странах заметно различались. В 1913 г. рынок ценных бумаг играл в Англии, Бельгии и Франции гораздо более важную роль, чем в США. Эти различия нельзя объяснить только различиями в экономическом развитии. Например, доход на душу населения в Японии составлял лишь четверть аналогичного показателя в США, но уровень развития японского рынка ценных бумаг был гораздо выше. Чем можно объяснить эти межстрановые различия и то, что со временем они изменялись? И чем можно объяснить снижение всех показателей финансового развития с 1913 по 1980 г.?

Одним из возможных объяснений является то, что стимул и возможность влиятельных кругов страны сдерживать развитие ее финансового сектора в разных странах и в разное время были различными вследствие отличий в степени открытости товарных и финансовых рынков страны. Мы можем это проверить. Если наша догадка верна, внутреннее финансовое развитие страны будет иметь положительную

корреляцию с ее уровнем открытости товарным потокам и потокам капитала.

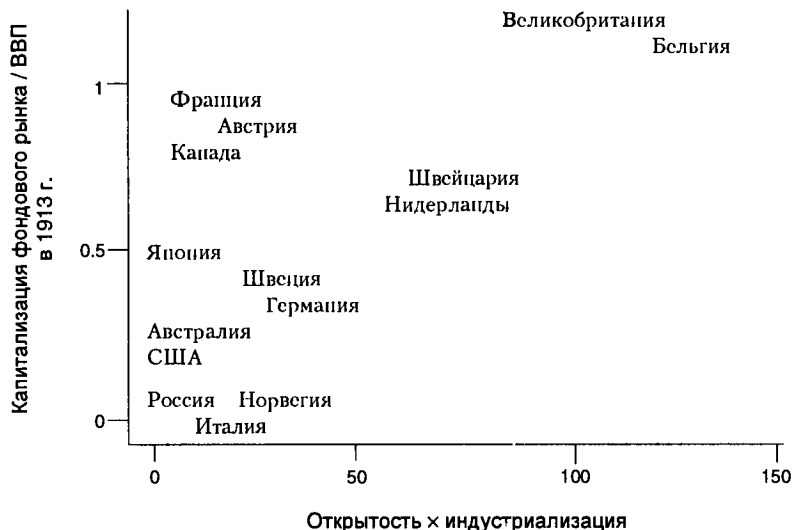
В XX в. было два периода, когда мир был относительно открыт потокам капитала. Одним из них был период, который мы только что рассмотрели, — начало XX в. В это время многие страны перешли на золотой стандарт, сделав золото общей валютой международной торговли и финансовой системы. Границы в основном не препятствовали проникновению потоков капитала, и капитал пересекал земной шар в поисках самых высоких доходов, будь они с бразильских серебряных приисков или индийских железных дорог. Согласно нашему анализу, в это время влиятельные круги должны иметь меньше всего желания и политических возможностей подавлять финансовое развитие в странах, которые успешно ведут широкомасштабную торговлю. Таким образом, на каждом уровне спроса на финансовые средства страны, более открытые торговле, в то время должны были иметь более развитые финансовые рынки.

Нанесем на график размеры рынка ценных бумаг страны в 1913 г. относительно ее открытости торговле, умноженной на уровень ее индустриализации<sup>37</sup>. Страны, которые были более открыты торговле, действительно имеют большие размеры рынков ценных бумаг при любом уровне индустриализации (что представляет спрос на финансовые средства).

Особенно интересны США, которые, будучи в то время страной с одним из самых высоких уровней индустриализации в мире, имели относительно неразвитый рынок ценных бумаг, поскольку он был практически закрыт для осуществления операций.

Мы можем составить графики на основе других показателей доступности финансовых средств в стране — таких, как количество компаний, чьи акции котируются на бирже, или количество публичных корпоративных эмиссий, и мы увидим похожую картину: перед первой мировой войной страны, более открытые торговле, имели более развитые рынки капитала.

## Рыночная капитализация и открытость в 1913 г.



С 1930 по 1980 гг. объемы зарубежных потоков капитала резко снижались по причинам, которые мы рассмотрим далее, и начали повышаться только в последней четверти века. К концу века они вновь достигли уровня начала века (относительно таких показателей экономической деятельности, как мировой ВВП). График для 1997 г., построенный по тому же принципу, что и приведенный здесь график для 1913 г., дает сходную картину. Страны, больше открытые торговле в начале и в конце века, имеют более развитые финансовые рынки.

Более подробный анализ данных заставляет предположить, что прямая зависимость между открытостью торговли и объемом рынка ценных бумаг страны гораздо слабее или не существует в период с 1930 по 1980 г., когда объемы потоков капитала, проходящих через границы, были гораздо меньше. Таким образом, и торговля, и иностранные потоки капитала действительно важны для финансового развития.

Конечно, мы зафиксировали не более, чем корреляцию между открытостью и объемом рынков капитала. Эконометрические методы показывают, что первое с большой вероятностью является причиной

второго<sup>38</sup>. Но даже так это всего лишь косвенное подтверждение того, что открытые границы сдерживают власть влиятельных кругов. Скептический читатель потребует более прямых свидетельств влияния открытости на финансовое развитие — в особенности того, что она ограничивает власть или изменяет стимулы влиятельных кругов.

Такие свидетельства есть. Как мы говорили выше, каждый год журнал «Forbes» публикует список миллиардеров всего мира, разбивая их на две группы: тех, кто унаследовал свое состояние, и тех, кто создал его посредством предпринимательской деятельности. Мы показали, что бедному, но талантливому предпринимателю проще пробиться в условиях развитой финансовой системы, предоставляющей широкий доступ к денежным средствам. Поэтому в условиях развитой финансовой системы доля миллиардеров, самостоятельно добившихся успеха, должна быть выше. Напротив, в условиях непрозрачной системы, которая защищает финансовые круги от конкуренции, даже некомпетентным наследникам несложно сохранить свои состояния. Как мы показывали в главе 5, объемы состояний миллиардеров, которые «сделали себя сами», больше в странах с более прозрачной и развитой финансовой системой. Что более важно, в странах с более низкими барьерами на пути прямых иностранных инвестиций отношение унаследованного состояния миллиардеров к ВВП меньше, а отношение состояния «самостоятельных» миллиардеров к ВВП больше<sup>39</sup>.

Более низкие барьеры на пути внешней конкуренции и более слабые позиции старых игроков, очевидно, сопутствуют друг другу. Неясно, насколько это следствие того, что страна, где влиятельные круги занимают доминирующее положение, создает высокие барьеры на пути внешней конкуренции, и насколько это зависит от того, что внешняя конкуренция размывает экономическую власть влиятельных кругов. Вне зависимости от того, какой именно механизм здесь действует, вывод очевиден: иностранные конкуренты, совместно с новыми игроками внутри страны усложняют жизнь старых игроков.

Этот вывод подтверждается данными о влиянии канадско-американского Соглашения о свободной торговле в 1988 г.<sup>40</sup> Соглашение снизило торговые барьеры между Канадой и США и, что, возможно, более важно, отменило все виды дискриминационных палогов

на инвесторов, которые до того ограничивали переток капитала между двумя странами. Соглашение было неожиданным. К тому моменту Канада и США уже несколько раз достигали последнего этапа переговоров по освобождению торговли, но на этом все и заканчивалось. На этот раз консервативное правительство Брайана Малруни, которое поддерживало свободную торговлю, объявило внеочередные выборы. Результаты опросов не предвещали консерваторам удачи, но неожиданно для всех они победили. Поскольку участники рынков были удивлены результатами выборов, одним из способов понять, как соглашение повлияло на различные виды компаний, будет изучение того, как объявление о победе консерваторов повлияло на цены их акций.

Результаты выборов повлияли крайне отрицательно на цены акций компаний, контролируемых наследниками их основателей — нашими классическими старыми игроками, — в то время как цены акций компаний, контролируемых предпринимателями, поднялись. Вердикт рынка был безошибочным: условия открытых границ действительно неблагоприятны для влиятельных игроков с устойчивыми позициями.

## Резюме

Мы закончили предыдущую главу, указав на то, что против финансовой системы ополчились могущественные силы — влиятельные круги, противостоящие изменениям, причиной которых становится свободный доступ к финансовым средствам. Есть некоторые обстоятельства, в которых влияние этих сил можно преодолеть — например, когда в обществе происходят значительные политические изменения. Бывают обстоятельства, в которых собственные интересы влиятельных кругов совпадают с общественными интересами. Один из случаев — когда открываются новые рынки или появляются новые технологии. Влиятельные круги, перед которыми открываются новые обширные инвестиционные возможности, не могут полагаться на традиционные источники финансирования (такие, как внутренняя денежная наличность) и добиваются большей доступности финансовых средств. Аналогичным образом, когда границы страны открываются для внешней

торговли, доходы влиятельных промышленников могут иссякнуть, в то время как им будут требоваться масштабные инвестиции, чтобы конкурировать с иностранцами.

К сожалению, не очевидно, что финансовая система будет развиваться, даже когда влиятельные промышленники нуждаются в финансах. Влиятельные круги могут ограничить доступ к финансам еще больше, особенно если они объединят усилия с государством. История показывает, что вероятность развития финансовой системы высока только тогда, когда возможность государства оказывать кому-либо покровительство ограничена. Открытие границ страны потокам капитала (а не только торговым потокам) отчасти дисциплинирует государство, что заставляет предположить — именно удачное сочетание потребности в финансировании со стороны влиятельных кругов и сдерживания государственного вмешательства вследствие открытости границ потокам капитала обеспечивает улучшение качества финансовой инфраструктуры. Взрывной рост финансовых рынков во всем мире в последние три десятилетия обусловлен большей открытостью мировой экономики.

До сих пор мы рассматривали условия, в которых преодолевается политическое противодействие развитию финансового сектора. Но как только образуется некая финансовая инфраструктура, останется ли финансовый сектор здоровым? Статистические данные отнюдь не внушают уверенности в этом вопросе. Во всем мире с 1930 по 1980 г. объемы финансовых рынков сократились. Чем можно объяснить этот поворот? Отчасти у нас уже есть ответ: объемы иностранного капитала в течение почти всего этого периода были крайне незначительны, что создало условия, в которых влиятельные круги могли вновь начать противодействие развитию финансового сектора. Но почему страны закрывают свои границы потокам капитала? Может ли это повториться?

Чтобы ответить на эти важные вопросы, мы должны пролить свет на период с 1930 по 1980 г. Мы должны понять экономическую и политическую среду того времени и появившуюся тогда альтернативу рыночной экономике, а также то, почему ее реализация не увенчалась успехом, и порожденные ею проблемы. Это тема последующих глав.



Часть III

ВЕЛИКИЙ ПОВОРОТ



## ГЛАВА 9

# Великий межвоенный поворот

Соблюдение государством прав собственности — это первый шаг к развитию финансовых рынков. Как мы видели, эти права начинают соблюдаться в полной мере, когда собственность принадлежит наиболее компетентным владельцам с высокой специализацией. Когда, к тому же, число собственников велико, формируется представительное правление. Но даже в условиях демократической формы правления нет гарантии того, что проводимая политика будет соответствовать интересам народа. Влиятельные круги могут взять под контроль процесс разработки политики и ввести антирыночное законодательство. Революционные политические или технологические сдвиги могут ослабить хватку влиятельных кругов и освободить рынок, но это происходит редко. При естественном ходе событий власть влиятельных кругов ограничивается внешней конкуренцией.

Если, однако, рынки опираются на открытые границы, ограничивая власть влиятельных групп внутри страны, то мы должны задаться вопросом, насколько политически стабильны открытые границы. Страны имеют тенденцию оставлять границы открытыми, когда открыт весь остальной мир. Как мы видели, во Франции решающий момент настал в 1983 г., когда социалистическому правительству пришлось решать, закрывать ли свои границы потокам капитала. Оно предпочло оставить границы открытыми, потому что опасалось поставить под угрозу сильные торговые связи с другими западноевропей-

скими странами. Аналогичным образом, во время азиатского финансового кризиса в 1998 г. большинство пострадавших стран решило оставить границы открытыми, поскольку остальной мир не был затронут кризисом и оставался открытым для торговли.

Когда страна открыла свои границы, сохранение этого положения в том случае, если большинство других стран не начинают закрывать свои границы, имеет под собой достаточные основания. Те, кому выгодна открытость, — экспортеры, импортеры, многонациональные компании — получают власть и формируют собственные политические группы поддержки в открытых странах. Эти компании не только опираются на зарубежные источники снабжения, но и твердо отдают себе отчет в том, в какой степени зарубежные рынки для их продукции могут быть разрушены политикой иностранных правительств, действующих по принципу «око за око, зуб за зуб». Тогда они становятся противовесом тем, кто хотел бы закрыть границы. Более того, если другие страны открыты, границы страны обязательно будут проницаемыми вне зависимости от того, насколько сильно намерение их закрыть. Экономическое давление в пользу внешней торговли в итоге проведет товары и капитал через барьеры любого государства, кроме самых жестоких полицейских режимов. Поэтому и структура власти, и проницаемость границ будут работать на сохранение открытости границ, когда открыт весь прочий мир.

Когда же во многих странах зарождаются силы, которые оказывают давление в пользу закрытия границ, ситуация становится обратной. В таких условиях группы, выступающие за открытость, будут слабее экономически, а следовательно, и политически. К тому же они будут иметь меньше стимулов бороться за открытость, увидев, что их зарубежные рынки исчезают. Более того, когда коллективная политическая воля стран сосредоточена на остановке потоков, проходящих через границы, осуществить это становится гораздо проще.

Поэтому открытость — это то, что экономисты называют стратегическим дополнением: государства менее склонны к ней, если ее меньше у других стран. Таким образом, когда некое катастрофическое событие вынуждает некоторые страны закрыть свои границы, начинается цепная реакция. Во время Великой депрессии многие страны за-

крыли свои границы и торговым потокам, и потокам капитала. Важно понять, почему так случилось, и почему это может произойти опять. Поэтому в данной главе мы анализируем исторические события до и после Великой депрессии, начиная с экономической и политической среды того времени и заканчивая формами, которые принимала антирыночная реакция. В главе 10 мы объясним, почему антирыночная реакция была настолько сильна в то время и почему финансовые рынки уступили картелизированным или контролируемым государством финансовым системам. Наконец, в главе 11 мы опишем недостатки этих систем и представим более завершенное объяснение того, почему рынки снова стали свободными. Вернемся немного назад, но уделяя гораздо больше внимания попыткам понять, почему можно обратить вспять финансовое развитие.

## Золотой стандарт

В начале XX в. политическим институтом, лежавшим в основе триумфа рынков в большинстве развитых стран, являлся золотой стандарт. Он не только облегчал движение торговых потоков и потоков капитала, но и обязывал государства соблюдать строгую бюджетную дисциплину, что усложняло вмешательство государств в экономические материи.

Страна, принявшая золотой стандарт, по сути, использовала золото для денежного обращения. Если в обращении находились бумажные деньги или монеты, изготовленные из другого металла, в сейфах центрального банка хранилось достаточное количество золота, при необходимости для их конвертации. Для того, чтобы золотой стандарт работал, государства должны были постоянно поддерживать конвертируемость своих валют в золото по постоянному курсу. Если такое положение сохранялось, весь мир как бы использовал единую валюту — золото. Общая валюта снижает колебания цен и издержки внешней торговли, что приводит к увеличению объемов внешней торговли и иностранных инвестиций. Именно благодаря золотому стандарту страны были открыты торговым потокам и потокам капитала в первой четверти XX в.

Но золотой стандарт также ограничивал возможности государств по проведению той или иной политики. Рассмотрим, например, то, как можно исправить торговый дисбаланс. Если объемы импорта товаров и услуг превышали объемы экспорта страны, у нее был отрицательный торговый баланс, который либо истощал ее резервы иностранной валюты и золота, либо вынуждал ее брать в долг за рубежом. Если резервы страны были недостаточны, а иностранцы не желали предоставлять займы, страна должна была остановить рост внешнеторгового дефицита и улучшить свой торговый баланс. В условиях золотого стандарта страна не могла просто обесценить свою валюту, удешевив экспорт и таким образом увеличив его объемы. Поскольку обменный курс был фиксированным, единственным способом увеличить объемы экспорта для страны с устойчиво отрицательным торговым балансом было удешевление производства путем снижения заработной платы и цен внутри страны, чтобы повысить конкурентоспособность страны в области издержек. Таким образом, невозможность снизить обменный курс сокращала набор инструментов, с помощью которых государства могли бы смягчить отрицательные экономические тенденции.

Но эффект «смирительной рубашки» золотого стандарта этим не ограничивался. Если банковский сектор страны переживал тяжелый кризис доверия, центральный банк не мог свободно предоставлять займы по низким процентным ставкам, опасаясь, что это повредит обменному курсу. Вместо этого ему приходилось надеяться, что доверие чудом восстановится или что придут иностранцы и станут свободно предоставлять займы. Правительства были не просто бессильны в условиях золотого стандарта; они зависели от благорасположения иностранных государств, имевших оборотные средства, которые могли давать в долг<sup>1</sup>.

## Первая мировая война и ее последствия

Вплоть до первой мировой войны золотой стандарт работал достаточно хорошо. Он не давал влиятельным кругам искажать правила игры в свою пользу, а правительства практически не вмешивались в

экономику. Более того, классическая экономическая наука, с ее акцентом на то, чтобы позволить рыночным силам действовать самостоятельно, была удобной, по крайней мере, для власть предержащих, поскольку возложила бремя любого приспособления к меняющимся условиям на рабочих, которые были вынуждены смириться с низким уровнем зарплат, необходимым для того, чтобы страна снова стала конкурентоспособной<sup>2</sup>. Это было возможно только потому, что наемные работники не имели политической власти. Большинство стран к тому времени только недавно ввело всеобщее право голоса; и рабочие партии, и профсоюзы постоянно подвергались притеснениям. Сами рабочие были плохо образованы и медленно усваивали радикальные идеи, которые обсуждали социалисты-интеллектуалы.

То, что первая мировая война перевернула общество, возможно, слишком слабое утверждение. Однако, с точки зрения политэкономии, особенно важными были два ее последствия. Во-первых, необходимость координировать военное производство привела к значительной централизации производства по всей континентальной Европе. Причина была проста. Децентрализованная рыночная экономика работает на тех, кто может платить денежной наличностью. Военные нужды стали первостепенными, но постоянно предлагать более высокую цену, чем частные потребители, государство не могло себе позволить. Военное командование вскоре пришло к выводу, что наилучшим способом решения проблемы является запрет на некоторые формы частного потребления, установление запретительных цен для других и обязательные военные заказы — иными словами, подавление цен и частного рынка в пользу административно-командной системы в соответствии с требованиями военных. У них были искренние союзники. Историк Уильям Мак-Нилл так описывает контроль над военной экономикой в Германии после 1916 г.: «Генералы, отвечавшие за это, часто бывали раздражены финансовыми требованиями и разногласиями, которые постоянно запутывали ситуацию, а иногда прямо препятствовали быстрому и покорному выполнению их требований. С ростом дефицита на одно, другое, третье и т. д. генералы все больше и больше полагались на важнейшие профсоюзы и крупный бизнес при трансформации экономики в соответствии с военными нуждами. Каждая сторона по-

лучила более или менее то, что хотела: больше снаряжения для армии, больше прибылей для промышленников, и консолидация власти над рабочей силой для профсоюзных лидеров»<sup>3</sup>.

Во многих странах действовал централизованный контроль над ценами и распределением ресурсов в пользу тех, чья деятельность считалась ключевой для военной экономики. Централизации способствовала картелизация промышленности, банковского сектора и рабочей силы, потому что это сокращало число сторон, с которыми должны были договариваться центральные органы власти. Опора на иерархическую структуру, а не на цены в вопросе распределения ресурсов, казалось, оправдывала себя, по крайней мере, какое-то время. Это неудивительно. Когда есть четкая цель, например доставка снаряжения, и стимулы, обеспеченные патриотическим пылом, работу ценового механизма можно на некоторое время приостановить без серьезных издержек. В итоге, конечно, с задачей управления всем экономическим комплексом из единого центра не могут справиться даже наиболее компетентные руководители. В экономиках военного времени постепенно росли серьезные диспропорции. Тем не менее относительный успех централизованных экономик позволил предположить, что вмешательство государства — это не всегда плохо, и в годы депрессии многие считали его привлекательной моделью, к которой следует вернуться.

Вторым последствием войны было то, что рабочий класс стал в большей степени осознавать свою власть. Во время войны окопы стали аудиториями, где рабочий класс воспринял более радикальные идеи. Бессмысленная бойня, в результате которой благосостояние всех воюющих сторон ухудшилось, заставила многих усомниться в достоинствах и мотивах своих политических лидеров. Социалисты-интеллектуалы обнаружили среди рабочих своих верных последователей. Организованный и осознающий свои силы рабочий класс больше не желал безропотно мириться с издержками приспособления к макроэкономическим дисбалансам<sup>4</sup>.

С окончанием войны экономикам пришлось значительно перестроиться, чтобы переориентироваться на производство гражданской продукции и на цены, определяемые рынком. Потребовалось устранить



диспропорции, появившиеся в период централизованного контроля. Участились трудовые конфликты, так как рабочие не хотели больше нести на себе все бремя приспособления к изменяющимся обстоятельствам.

Несмотря на усиливающееся сопротивление, власть существовавшего ранее порядка была настолько велика, что государства пошли на то, чтобы вернуться к варианту золотого стандарта. К концу 1920-х гг. золотой обменный стандарт был успешно восстановлен в большинстве стран мира. Но это вызвало крайне сильное напряжение в экономике данных стран, и, согласно некоторым историкам экономики, именно оно подготовило почву для того, что случилось впоследствии<sup>5</sup>.

Крах американского фондового рынка в 1929 г. и последовавший экономический спад в США стали соломинкой, которая сломала спину верблюда. С сокращением спроса со стороны бывшего крупнейшего потребителя объемы экспорта во всем мире снизились. В Европе, Японии и Латинской Америке усугубились проблемы платежного баланса. Когда практически прекратилось предоставление зарубежных кредитов, стало очевидно, на какие именно меры следует пойти стране, которая ввела у себя золотой стандарт: снизить внутренние цены и зарплаты, чтобы иметь возможность увеличить объемы экспорта и улучшить платежный баланс. Но в условиях, когда наемные работники больше не хотели мириться со значительным урезанием зарплат, «лучшим» способом для политиков восстановить торговый баланс стал запрет на импорт и субсидирование экспорта. США встали во главе этого движения, приняв печально известный законопроект Смута—Холи. Конечно, если бы так поступила каждая страна, то система мировой торговли рухнула бы, что и произошло. Мир вошел в экономическое пике, и спад превратился в депрессию.

Более того, с падением цен должникам пришлось продавать больше продукции просто для того, чтобы получить средства для выплаты долгов, поэтому отказы от обязательств по долгам участились. Потери финансовых организаций росли, и угроза финансового кризиса вынуждала центральные банки вмешиваться и спасать систему. Однако в условиях золотого стандарта центральные банки не могли свободно предоставлять займы для спасения банковской системы, не поставив под угрозу обменный курс.

В жестких экономических условиях правительства оказались под давлением — у них требовали что-либо предпринять. Политические условия не давали рынкам времени на самостоятельное улаживание ситуации и решение проблем, которые, как утверждают некоторые, были порождены политическим вмешательством. Согласно широко известному высказыванию Джона Мэйнарда Кейнса, «...в долгосрочной перспективе мы все будем мертвы». Давление на правительство возрастало. Испуганный электорат свергал правительства, которые пассивно ждали, пока рынки оправятся. Новые народные избранники были решительно настроены что-либо предпринять.

## Политический ответ на депрессию

В целом политики обвиняли неограниченную конкуренцию 1920-х гг. в том, что чрезмерными инвестициями в промышленность, чрезмерными банковскими займами и чрезмерными спекуляциями на фондовом рынке занимались все без исключения, так казалось после нескольких лет депрессии. Антирыночные настроения находили отражение в заявлениях политиков самых разных убеждений. Например, одной из привлекательных сторон нацизма было то, что он должен был обуздать рынок и поставить его на службу национальным интересам<sup>6</sup>. Гитлеру казалось, что экономические проблемы можно преодолеть только политической волей. Он писал: «Не нация существует в интересах экономики, экономического превосходства или экономических и финансовых теорий, а финансы и экономика, экономическое превосходство и все теории существуют только для того, чтобы служить целям борьбы за самоопределение нашего народа»<sup>7</sup>. Гитлер, как и многие правители прошлого, нашел удобного козла отпущения — евреев — для решения финансовых проблем, но поддержка, которую оказал ему немецкий народ, в определенной мере была вызвана его готовностью взять рынок под политический контроль.

Столь же тяжелым бременем конкурентные рынки были для Франклина Рузвельта. В своем обращении на инаугурации он также обвинил рынки, финансовую систему и «устаревшую традицию» клас-

сической либеральной экономической науки в текущем состоянии экономики: «Наши несчастья не являются результатом ошибки системы... Изобилие на нашем пороге, но его использование становится все менее реальным по мере приближения к нему. Главным образом это объясняется тем, что властители товарного обмена человечества потерпели неудачу вследствие собственного упрямства и некомпетентности, признали свое поражение и сложили с себя полномочия. Обычаи беспринципных менял заклеимены судом общественного мнения, отвергнуты сердцами и душами людей...

...Менялы сбежали со своих высоких тронов в храме нашей цивилизации. Теперь мы можем восстановить этот храм в соответствии с древними истинами. Чем сильнее мы будем полагаться на социальные ценности, более возвышенные, нежели простой денежный доход, тем ближе станет отстронный храм к этим истинам»<sup>8</sup>.

Рузвельт также считал своим долгом вмешаться. В дружеской беседе в 1934 г. он заметил: «Люди могут отличаться в том, что касается конкретной формы государственных действий по отношению к промышленности и бизнесу, но почти все соглашаются с тем, что в такие времена, как наше, частное предпринимательство не может быть оставлено без содействия и разумных мер предосторожности; в противном случае оно разрушит не только себя, но и всю нашу цивилизацию»<sup>9</sup>.

Но Рузвельт утверждал, что своим вмешательством он всего лишь восстанавливает идеалы свободного рынка, потому что борется с монополиями (отметим в скобках: демократические правительства всегда утверждают, что вмешиваются в дела рынков, чтобы бороться с монополиями и снизить риск — две популярные, но в основе своей несовместимые цели). Принимая свое назначение кандидатом на пост президента от Демократической партии в Филадельфии в 1936 г., Рузвельт сказал: «Для всей нации возможность выбора ограничена монополиями... Для слишком многих из нас политическое равенство, когда-то завоеванное нами, оказалось бессмысленным перед лицом экономического неравенства... Маленькая группка сосредоточила в своих руках практически полную власть над чужой собственностью, чужими деньгами, чужим трудом — чужими жизнями. Для слишком многих из нас жизнь перестала быть свободной; свобода перестала быть реальностью; люди больше не могут стремиться к счастью»<sup>10</sup>.

Поскольку рынок, казалось, ущемлял большинство ради доходов меньшинства, Рузвельт заключил: «Против такой экономической тирании, как эта, американский гражданин может воззвать только к организованной силе правительства... Лучше редкие ошибки правительства, которое живет в духе милосердия, чем последовательные недосмотры правительства, застывшего во льду собственного равнодушия».

В общем, политики таких разных взглядов, как Гитлер и Рузвельт, знали: что-то нужно делать. Их объяснения происшедшего различались, как и средства, которые они пытались применять, но уверенность в том, что государство должно заменить потерпевший неудачу рынок, была почти всеобщей.

Ответы правительств на проблемы депрессии отличались в деталях, но обычно имели три общих направления. Первым был отказ от золотого стандарта. Рузвельт в своем послании Мировому экономическому конгрессу в июле 1933 г. заявил: «Стабильная экономическая система нации более важна для ее благосостояния, нежели цена ее валюты в переводе на валюты других наций»<sup>11</sup>. С точки зрения Рузвельта, ущерб от золотого стандарта больше не оправдывал себя. Когда самая экономически мощная держава в мире прекратила поддерживать золотой стандарт, он отошел в область истории.

В условиях отсутствия внешнего контроля за степенью государственного вмешательства государство наконец могло свободно исправлять то, что казалось ему очевидными недостатками рынка. Поэтому вторым направлением было сдерживание конкуренции — и внешней, и внутренней. В прошлом иностранцы имели доступ на внутренние рынки стран в силу того, что влиятельные круги внутри страны видели в торговле определенные возможности для себя. Когда рынки экспорта перестали быть привлекательными, причин для допуска иностранцев на внутренние рынки больше не стало. Иностранцы были самыми легкими мишенями, поскольку у них не было политического голоса. Импорт товаров и людей сдерживался посредством запретительных тарифов и ограничительной иммиграционной политики<sup>12</sup>.

Внутренняя конкуренция также оказалась под вопросом. Глава Национальной администрации возрождения, учрежденной в США во время депрессии, утверждал, что работодатели во время депрессии

были вынуждены приостанавливать производство вследствие «убийственной доктрины дикой, хищнической, звериной конкуренции, где каждый сам за себя»<sup>13</sup>. Как сказал Рузвельт при введении Закона о восстановлении национальной промышленности, компании должны сотрудничать друг с другом, чтобы повысить зарплаты и уровень занятости. Но «одним из серьезнейших ограничений подобной совместной деятельности вплоть до этого времени было наше антитрастовое законодательство. Оно было разработано для того, чтобы исцелить величайшее зло — установление монопольных цен. Эти законы, несомненно, следует сохранить как постоянную гарантию того, что старое зло нечестной конкуренции никогда не вернется. Но общественным интересам послужит то, если властью правительства и под его руководством частному сектору будет разрешено заключать соглашения и принимать кодексы, обеспечивающие честную конкуренцию»<sup>14</sup>.

Короче говоря, правительство предложило свое благословение промышленным картелям. Желание правительства обуздать конкуренцию особенно повредило новым игрокам, и наоборот, его приветствовали влиятельные компании, которые, будучи освобождены от внешней конкуренции, были рады достичь договоренности с другими влиятельными компаниями и предотвратить появление новых игроков на внутренних товарных рынках.

Примером принятых мер может служить федеральное законодательство, регулирующее перевозки на грузовиках в США. Закон об автотранспортных компаниях 1935 г. был направлен на то, чтобы «защитить общественные интересы, поддерживая организованную и надежную систему перевозок путем минимизации дублирования услуг и снижения финансовой нестабильности». Закон отменял действие антитрастового законодательства в отрасли грузоперевозок и требовал от всех автотранспортных компаний, осуществляющих перевозки между штатами, утверждать свои расценки в Комиссии по торговым отношениям между штатами, которая имела право устанавливать минимальные расценки и приостанавливать их снижение. Комиссия также имела право регулировать вход на рынок новых компаний посредством выдачи сертификата на право деятельности. Согласно проводимой комиссией политике, право на перевозки по уже обслуживаемому мар-

шпругу не выдавалось, если качество услуг, предоставляемых уже существующими грузоперевозчиками, было приемлемым. Иными словами, на потенциальном новом игроке лежало бремя доказательства плохой работы старого игрока, а не того, что эту работу можно выполнять лучше. Естественно, новых компаний появлялось немного<sup>15</sup>.

Закон ограничивал конкуренцию не только в рамках отрасли, но и между перевозками на грузовиках и по железным дорогам (которые находились под контролем той же организации). Значительные доходы, которые в результате получали влиятельные компании, можно оценить по стоимости сертификата на право деятельности, которая составляла от 15 до 20 % годовых доходов транспортной компании<sup>16</sup>. Другим группам, объединенным общими интересами, это также было выгодно<sup>17</sup>. Например, после дерегуляции в отрасли перевозок на грузовиках в конце 1970-х гг. надбавка, получаемая членами профсоюзов в транспортных компаниях, в отличие от работников, не состоявших в профсоюзе, снизилась с 50 до 30 %<sup>18</sup>.

Если цены теперь устанавливались не на рынке, обеспечивающем конкуренцию, тогда что-то должно было исполнять функцию рынка по распределению ресурсов. Централизованный контроль над экономикой, лишь недавно переведенной на мирные рельсы после первой мировой войны, представлял собой привлекательную альтернативу, особенно в условиях, казалось, абсолютной неспособности рынка ожить самостоятельно. Например, Национальная администрация возрождения стремилась устанавливать цены, контролировать перепроизводство путем выставления квот на продукцию и таким образом стабилизировать уровень заработных плат. Ее моделью был Комитет военной промышленности 1917 — 1918 гг.<sup>19</sup> В то время как сама Национальная администрация возрождения была в 1935 г. объявлена Верховным судом США неконституционной, централизованный контроль над промышленностью твердо укоренился в других странах, особенно Германии, Италии и Японии. Итак, третьим общим направлением был возврат к централизованному управлению экономикой, в условиях которого правительство распределяло ресурсы и заменяло рынок<sup>20</sup>.

Нам нет нужды принимать участие во все еще не завершенном споре о необходимости вмешательства. Экономисты продолжают спо-

речь об истинных причинах депрессии: является ли она классическим примером несостоятельности рынков или каноническим примером обратного — несостоятельности государства. Очевидно то, что в разгар депрессии, когда экономика была в совершенном беспорядке, фондовый рынок обвалился, экспортные рынки отмирали, компании разорялись тысячами, банковская система рухнула, а безработица взлетела на беспрецедентный уровень, общественность не верила в то, что система свободных рынков работает.

Эти условия, как мы подробно объясним в следующей главе, создали плодородную почву для маловероятной коалиции влиятельных кругов и обездоленных. Даже когда наличествует общий прорыночный консенсус, влиятельные круги успешно добиваются предоставления себе льгот и принятия мер, направленных на свою защиту. Но когда этот консенсус рушится, сопротивляться их влиянию особенно сложно. Используя в своих интересах общественную антипатию к рынкам, влиятельные круги вновь укрепляют свои позиции, которые были ослаблены открытыми конкурентными рынками.

То, что законное желание хоть отчасти облегчить жизнь растущим массам обездоленных служило в качестве маскировки богатым и влиятельным, чтобы защитить их собственные интересы, также заставляет предположить центральный пункт на тогдашней повестке дня по вопросу реформ — контроль над финансовыми рынками. Поскольку это был эффективный способ установления контроля над конкуренцией, естественно, что политическое внимание должно было сосредоточиться на финансовых рынках и организациях. В финансовом секторе царил хаос, и поэтому политическое вмешательство можно было успешно замаскировать под попытку стабилизировать систему. Очевидно, коммерческие и инвестиционные банки были против контроля, который понизил бы их уровень рентабельности. Если бы движение иностранного капитала было свободным, возможность выхода бизнеса на иностранные рынки или перехода его к иностранным финансовым институтам обусловила бы абсолютный отказ внутренних финансовых организаций мириться с ограничениями своей деятельности. Но поскольку переток капитала через границу буквально остановился, об этом можно было не беспокоиться. Более того, государст-

венный контроль принес с собой перспективу образования картелей, формируемых государством, что могло скорее повысить, а не понизить уровень рентабельности.

Конкретный образ действий, осуществляемых при вмешательстве, а также то, кому именно из влиятельных игроков оно оказалось наиболее выгодно, отличались от страны к стране, но результат был сходным: уровень конкуренции на финансовых рынках понизился, а доступ к финансовым средствам сохранило лишь привилегированное меньшинство.

## Последствия: великий поворот

Начнем с того, как вышеописанная ситуация повлияла на рынок, который особенно чувствителен к политическим веяниям и является лидером в предоставлении доступа к независимым финансовым средствам, — речь идет о рынке ценных бумаг. В таблице 2 приводятся данные за несколько лет по доле инвестиций в основной капитал, финансируемых посредством эмиссий ценных бумаг по странам. Несмотря на то, что данные неполны, наблюдается четкая тенденция. За исключением Японии, финансирование посредством выпуска ценных бумаг резко снизилось в 1930-х гг., не только относительно феноменального уровня, достигнутого во время бума 1929 г. (а число эмиссий в годы бума обычно весьма велико), но и относительно «обычного» уровня 1913 г. Очевидно, отчасти это падение является следствием депрессии и второй мировой войны, но после войны тенденция не стала обратной и достигла нижней точки в 1980 г., спустя длительное время после окончания войны. Что интересно, эта тенденция прослеживается и в Швеции, которая избежала участия в обеих мировых войнах.



Таблица 2

## Эволюция эмиссий ценных бумаг\*

Страна	1913 г.	1929 г.	1938 г.	1950 г.	1960 г.	1970 г.	1980 г.
Австрия	—	0,07	—	—	0,04	0,07	0,00
Бельгия	0,23	0,85	0,03	—	0,09	0,08	0,03
Великобритания	0,14	0,35	0,09	0,08	0,09	0,01	0,04
Германия	0,07	0,17	0,06	0,00	0,04	0,02	0,01
Голландия	0,38	0,61	0,45	0,02	0,02	0,00	0,01
Дания	—	0,03	0,01	—	—	—	0,01
Италия	0,07	0,26	0,03	0,02	0,08	0,02	0,04
Канада	—	1,34	0,02	0,03	0,03	0,01	0,04
США	0,04	0,38	0,01	0,04	0,02	0,07	0,04
Франция	0,14	0,26	0,03	0,02	0,04	0,04	0,06
Швеция	0,08	0,34	0,06	0,01	0,03	0,00	0,00
Япония	0,08	0,13	0,75	—	0,15	0,03	0,01
Среднее значение	0,14	0,40	0,14	0,03	0,06	0,03	0,02

Источник: Зингалес и Раджан, 2003.

Другие показатели общего состояния или размера финансовых рынков демонстрируют аналогичную картину. Начиная с 1930-х гг., объемы финансовых рынков сокращались и к 1980 г. не восстановились. Чтобы понять, как произошел этот поворот вспять, мы подробно рассмотрим страны, представляющие три различных способа, посредством которых государство под давлением влиятельных кругов вмешивалось в функционирование финансовых рынков, — Италию, Японию и США.

\* Объемы средств, привлеченных компаниями посредством публичных предложений ценных бумаг, нормированные к общему объему национальных инвестиций.

## Частно-государственные взаимосвязи в Италии

Италия представляет собой пример использования влиятельными кругами правительственных денежных средств для того, чтобы защитить себя и свои позиции в экономике, существенно подорванные Великой депрессией. Последствия их действий сказывались на протяжении 60 лет.

Еще перед началом Великой депрессии итальянская экономика была ослаблена решением Бенито Муссолини в 1926 г. ревальвировать лиру. Последовала крайне сильная дефляция. За один год общий объем кредита, предоставленного центральным банком банковской системе, сократился на 36 %<sup>21</sup>. Чтобы компенсировать недостаток внутренней ликвидности, банки начали осуществлять займы за рубежом. Однако в 1930 г. кредиты из-за рубежа практически перестали предоставляться, и объем вкладов внутри страны начал сокращаться. Это вызвало жесточайший кризис ликвидности в банковской системе, потому что ее активы были вложены в долгосрочные кредитные инвестиции и в ценные бумаги. Один за другим ведущие банки попросили поддержки у фашистского правительства.

По образцу более ранней программы помощи небольшим банкам правительство учредило холдинговую компанию, которую финансировало вместе с центральным банком. Эта компания приобрела все корпоративные акции из портфелей ценных бумаг банков по более высоким старым ценам. Таким образом, правительство не только обеспечило ликвидность для банковской системы, но и оплатило часть ее потерь<sup>22</sup>. Оно также стало крупнейшим акционером ряда компаний. Многие промышленные компании, приобретенные таким образом, сами были на грани банкротства и получили выгоду не только от спасения своих банков, но и от прямого вливания общественных денег. Два крупнейших банка («Credito Italiano» и «Banca Commerciale») приобрели значительную часть собственных акций в ранее провалившейся попытке поддержать уровень цен на собственные акции. Итак, посредством данной

операции правительство приобрело контрольный пакет не только промышленных компаний, суммарный капитал которых составлял 42 % капитала всех итальянских корпораций, но и двух важнейших кредитных организаций<sup>23</sup>. Общие издержки по оказанию помощи составили поразительные по тем временам 10 % ВВП — аналогичная сумма для Соединенных Штатов сейчас составила бы 1 трлн. долл.<sup>24</sup>

В отличие от сходных спасательных операций в Германии и Австрии, итальянское правительство не продало большую часть приобретенных компаний обратно частному сектору. Из немногих продаж, которые все-таки были совершены, самым вопиющим случаем приватизации стала продажа контрольного пакета в газовой компании, «Italgas», группе туринских промышленников за менее чем одну четверть его рыночной стоимости<sup>25</sup>. Но в целом со стороны промышленников особого давления на правительство с требованиями пересмотра итогов приватизации не оказывалось<sup>26</sup>. Отчасти, как указывает итальянский историк экономики Джанни Тониоло, многие из компаний, поглощенных правительством, принадлежали к капиталоемким отраслям и были не очень привлекательны экономически, потому что имели очень неравномерные доходы и зависели от военных заказов. Пока государство продолжало управлять этими заводами, частный сектор получал снабжение такими ключевыми ресурсами, как сталь, не принимая на себя расходы в данных неприбыльных областях<sup>27</sup>.

Однако не менее важно следующее: несмотря на то, что за помощь заплатили налогоплательщики, компании не были национализированы в традиционном смысле этого слова. Акции банков и многих крупнейших производственных компаний, контроль над которыми был приобретен в ходе оказания помощи, по-прежнему торговались на Миланской фондовой бирже; единственное отличие этих компаний состояло в том, что их главным акционером было правительство. Однако в управление ими правительство напрямую не вмешивалось.

Вместо этого оно создало автономную компанию, «Istituto per la Ricostruzione Industriale» («IRI»), чтобы держать и контролировать эти компании. Во времена фашистского режима и на протяжении двух десятилетий после войны правительственный контроль над «IRI» был минимальным. Первый глава «IRI» даже не был членом фашистской

партии<sup>28</sup>. Более того, хотя глава «IRI» назначался правительством, он получал лишь небольшую власть над принадлежащими правительству компаниями: они управлялись как отдельные феодальные владения и получали только общие указания о финансировании из центра<sup>29</sup>. Примером того, насколько незначительный контроль осуществляло фашистское правительство, служит одна из дочерних компаний «IRI», «Banca Commerciale», в исследовательский департамент которой были приняты на работу многие антифашистские лидеры, которые сыграли впоследствии очень важную роль в итальянской политике после второй мировой войны<sup>30</sup>.

Суть в том, что после оказания поддержки значительной части частного сектора, которая очень дорого обошлась налогоплательщикам, государство ни продало свою долю по приемлемой цене, ни стало активно ею управлять. Частный сектор сохранил контроль над компаниями, причем ему не пришлось за это платить. Свои места сохранили не только действующие менеджеры, но и многие из членов правления, представлявших интересы предыдущих владельцев. Внешний переход компаний в общественную собственность и под контроль государства был фасадом для гораздо более сложного переплетения частной и общественной сфер. Например, Джованни Агнелли, владелец «Fiat», был директором «Credito Italiano», одного из банков «IRI», с 1946 г. до его приватизации в 1994 г.<sup>31</sup> Он также был членом правления «Mediobanca», инвестиционного банка «IRI», с 1962 по 1991 г.

Из-за таких связей голоса, полученные с помощью акций, приобретенных за счет денег налогоплательщиков, чтобы спасти банковский сектор, использовались для защиты и усиления частных интересов. Лучшей иллюстрацией здесь является «Mediobanca», теневой инвестиционный банк «IRI», который вплоть до недавнего времени участвовал в принятии практически всех основных решений в области корпоративных финансов в послевоенной Италии. «Mediobanca» был создан на деньги правительства для предоставления компаниям долгосрочного финансирования. Как заявил после учреждения банка его основатель и председатель Энрико Куччия одному из ведущих промышленников: «Вместе мы возродим не только Италию, но и сам капитализм. Государство вложит деньги, вы [обеспечите] предпринимательство»<sup>32</sup>.

Около 68 % акций «Mediobanca» принадлежали трем банкам, контролируемым «IRI», 3,75 % держала группа ведущих промышленников, а оставшаяся часть была продана на Миланской фондовой бирже. Несмотря на то, что контрольный пакет принадлежал «IRI», управление «Mediobanca» осуществлялось таким образом, что 3,75 %, которые держали промышленники, и 68 %, принадлежавших «IRI», обладали одинаковым правом голоса<sup>33</sup>. Причиной заключения данного соглашения было объявлено стремление «защитить «Mediobanca» от акционера акционеров» — т. е. «IRI» — и «оградить финансовые организации от политического вмешательства, которое может оказываться через «IRI»»<sup>34</sup>.

Довольно скоро «Mediobanca» вышел далеко за пределы порученного ему долгосрочного финансирования промышленности. У него было достаточно акций во всех компаниях, принадлежащих семьям, чтобы его голоса были необходимы для принятия любого важного решения. Таким образом он защищал их от угрозы поглощения. Гвидо Карли, управляющий Центрального банка Италии с 1963 по 1978 г., назвал Энрико Куччия «часовым, стоящем на страже у пустой бочки итальянского капитализма»<sup>35</sup>. Меньше всего заботило Куччия то, что деньги правительства обеспечивали защиту, в то время как общественные акционеры страдали от неправильного управления более чем некомпетентных семей, не имея возможности обратиться за помощью. Неудивительно, что в отличие от других стран, где частный сектор активно настаивал на приватизации, промышленники Италии были довольны существующим положением дел, а «IRI», созданной в 1930-х гг. в качестве временной меры, в 1990-х гг. принадлежала значительная доля итальянских компаний<sup>36</sup>.

Параллельно вышеописанным мерам по реформированию собственности и контроля над компаниями были осуществлены изменения доступа к финансированию. Управляющий Банка Италии возглавлял Комитет по защите сбережений и предоставлению кредитов, который должен был утверждать все эмиссии акций и облигаций. Этот комитет также был уполномочен определять уровень банковских процентных ставок по вкладам и кредитам, стоимость банковских услуг и распределение банковской ликвидности<sup>37</sup>. Короче говоря, все финансовые решения принимались централизованно.

Разрешенное финансирование неизбежно стало отражать стремление к стабильности, нежели к конкуренции. Количество компаний на открытом рынке (хороший показатель доступности независимого финансирования для новых компаний) не превышало пик 1929 г. вплоть до 1986 г.<sup>38</sup> Средний возраст компаний, чьи акции торговались на публичном рынке, составлял почтенные 53 года с 1968 по 1981 г. и 35 лет с 1982 по 1992 г.<sup>39</sup> У новых игроков, конечно же, не было свободного доступа к финансовым средствам.

В условиях, когда появление новых игроков не поощрялось, а конкуренция между финансовыми организациями «регулировалась», финансовая система не могла осуществлять ни созидания, ни разрушения. Многие из удобных договоренностей сохранялись долгое время после выхода из депрессии — вплоть до 1990-х гг. В действительности, система государственной собственности и частного контроля могла просуществовать гораздо дольше, если бы не две внешние силы. Во-первых, Италии, одной из стран-учредительниц Европейского Сообщества, было трудно удовлетворить все строгие критерии, установленные в Маастрихте, для вступления в Европейский валютный союз. И долги, и бюджетный дефицит были очень велики. Чтобы сократить их, итальянское правительство было вынуждено привлекать средства путем приватизации принадлежащих ему пакетов акций в государственных компаниях. Во-вторых, правила Европейского союза запрещали правительству субсидировать даже государственные компании, что мешало этим громоздким конгломератам продолжать жить на деньги налогоплательщиков. Повторим, что только благодаря внешнему давлению власть крупных корпораций была преодолена.

## **Уничтожение финансовых рынков в Японии**

Ситуация в Японии была сходна с итальянской: крупные банки-дзайбацу (что переводится как «финансовая клика») воспользовались возможностью, предоставленной им Великой депрессией, осуществить консолидацию банковского сектора, чего они добивались с конца

XIX в. Главное отличие заключается в том, что интересы влиятельных кругов хорошо сочетались с желанием правительства националистов сконцентрировать финансовую систему в руках меньшинства, чтобы легче было управлять распределением ресурсов в преддверии войны. Однако результат их маневров оставался в силе спустя много времени после того, как националисты потеряли власть, — вплоть до середины 1980-х гг.

Перед первой мировой войной Япония активно продвигалась в направлении формирования сильных финансовых рынков. До 1918 г. не было ограничений на вхождение в банковский сектор, кроме минимальных требований к капиталу для новых банков. К началу первой мировой войны количество банков превышало тысячу, а к 1920 г. их было более двух тысяч. Перед войной на долю пяти крупнейших банков-дзайбацу приходилось лишь 20,5 % вкладов<sup>40</sup>.

Конкуренция между банками способствовала развитию Японии, но ее наличие устраивало не всех. Уже в 1892 г. председатель Токийской ассоциации банкиров попросил министерство финансов «ввести требования к минимальному капиталу для банков как средство установления барьеров для вхождения в сектор и ограничения конкуренции в банковской отрасли»<sup>41</sup>. Однако до 1927 г. оппозиция нижней палаты парламента, сочувствовавшая интересам небольших банков, не допускала принятия соответствующего законодательства.

Банковский кризис 1927 г., отчасти спровоцированный политическими маневрами, предоставил крупным банкам возможность преодолеть сопротивление нижней палаты. Закон о банках 1927 г. выполнил желание крупнейших банков, введя требование для депозитных институтов достигнуть минимального объема капитала в 1 млн йен в течение 5 лет. К 1932 г., к концу этого 5-летнего периода, существовало всего 538 банков<sup>42</sup>.

Пока банковская система становилась более концентрированной, государство приобретало над ней все более сильный контроль. Особенно явным он стал, когда правительство искало прямые денежные средства для войны с Китаем в 1937 г. Наилучшим способом для правительства не допустить получения финансирования компаниями, не существенными для военной экономики, было подавление небольших банков и

независимых финансовых рынков, которые трудно контролировать. Эти мотивы совпадали с интересами крупных банков по сдерживанию конкуренции со стороны других источников финансирования.

Таким образом, коалиция между крупными банками и правительством превратила некогда конкурентную банковскую систему Японии в концентрированную систему «главных» банков. К 1945 г., после периода слияния банков, поддержанного министерством финансов, продолжало функционировать только 65 банков<sup>43</sup>. Доля пяти банков-дзайбацу в общем объеме вкладов, составлявшая до первой мировой войны всего 20,5 %, к 1945 г. увеличилась до 45,7 %<sup>44</sup>.

Эта тесная связь между государством и частным сектором также сыграла свою роль в уничтожении независимых финансовых рынков. В 1926 г. 26 % задолженности по бухгалтерским балансам крупных японских компаний состояли из облигаций и только 17 % составлял банковский долг<sup>45</sup>. Участились случаи невыплат по облигациям, и группа банков вместе с трастовыми и страховыми компаниями, используя в качестве предлога неблагоприятные экономические условия, в 1931 г. согласилась страховать все последующие эмиссии облигаций. Это немедленно затруднило выпуск облигаций для их клиентов и сделало их более зависимыми от банковского финансирования. С согласия министерства финансов это соглашение было оформлено в 1933 г. посредством создания Комиссии по облигациям, о которой мы упоминали ранее. Предоставить банкам право решать, какая из компаний может получить доступ к финансированию, — все равно, что предоставить лисе, живущей в курятнике, право решать, какая из кур может уйти<sup>46</sup>. Очевидным итогом стало уничтожение процветающего рынка облигаций. К 1936 г. объемы финансирования с помощью облигаций сократились до 14 %, в то время как объем финансирования с помощью банковских кредитов возрос до 24 %. К 1943 г. 47 % задолженности составлял банковский долг, в то время как облигации — только 6 %.

Рынок ценных бумаг был сходным образом подавлен посредством постановлений правительства. Отношение правительства к акционерам может быть проиллюстрировано следующим утверждением одного чиновника: «Большинство акционеров получает доход путем продажи поднявшихся в цене акций, продавая их, когда ожидается паде-



ние цены, и зачастую желают повысить дивиденды, не делая ничего, чтобы это заслужить. Если такие акционеры контролируют совет директоров компании, определяют ее стратегию и получают значительную часть ее доходов, то у системы акционерных компаний есть серьезные недостатки»<sup>47</sup>.

Закон о регулировании временных фондов в 1937 г. обязал компании получать разрешение на эмиссию ценных бумаг. Постановление о корпоративном распределении доходов и привлечении средств требовало от компаний получения разрешения государства на увеличение размера дивидендов, если уровень выплат превышал 10 %, что сделало непривлекательными вложения в ценные бумаги. Позднее Закон о компаниях, производящих военное снаряжение, отдал такие компании под контроль правительственных чиновников; компаниям предоставляли независимость от акционеров до тех пор, пока они «работали в интересах нации». Таким образом, объемы эмиссий акций, на которые приходилось 60—75 % финансирования промышленных предприятий в 1935—1936 гг., к 1944—1945 гг. сократились до 20 %.

Ситуация в Японии еще раз иллюстрирует положение о том, что результаты мер, принимаемых влиятельными кругами, надолго сохраняются после непосредственного периода кризиса, который является предлогом для их принятия, и после отставки правительства, которое оказывало поддержку и содействие. Раз банки получили власть, они не отдадут ее просто так. Несмотря на все усилия, направленные на разрушение банковской системы картелей, сформировавшейся в период милитаризации, послевоенные американские оккупационные силы не смогли предотвратить их возрождение в качестве кейрецу, или системы главных банков. Во время войны правительство прикрепило каждую военную компанию к «главному» банку, который отвечал за удовлетворение всех финансовых потребностей компании. В 1974 г. в 61 из 112 фирм, возникших на основе компаний, производивших военное снаряжение, крупнейшими займодавцами и одними из 10 ведущих акционеров все еще являлись те финансовые организации, к которым данные компании были прикреплены правительством во время войны. При этом 88 из 112 компаний сохраняли тесные связи с организацией-патроном спустя 30 лет после войны<sup>48</sup>.

Подобным же образом, как было описано выше, Комиссия по облигациям, учрежденная якобы для улучшения качества выпуска облигаций в период депрессии, просуществовала до 1980-х гг. Даже когда японские промышленные компании заняли ведущие позиции на мировых рынках в 1970-х гг., объемы их рынка облигаций оставались минимальными. Как мы видели, только в начале 1980-х гг., когда японские компании решили, что лучше брать кредиты за рубежом, чем зависеть от своей устаревшей финансовой системы, японским банкам пришлось ослабить свою мертвую хватку. Власть Комиссии по облигациям была ограничена. Рынки отомстили: банки поплатились за годы защиты от конкуренции, приняв катастрофические кредитные решения, которые привели Японию к экономическому кризису, тянущемуся до сих пор<sup>49</sup>.

## Опыт США

Опыт США представляет собой полезный противоположный пример. Несмотря на сходное давление влиятельных кругов, степень картелизации финансовой системы (и экономики в целом) удалось ограничить. Это не значит, что не вводилось никаких постановлений для ограничения конкуренции и оказания поддержки влиятельным кругам, — мы подробно опишем один из менее известных примеров, — но эти действия произвели меньший эффект, чем в Италии или Японии. Если мы хотим избежать поворотов вспять в будущем, следует проанализировать причины этих различий.

США по своему устройству являлись (и являются) федеральным государством. Штаты имели право голоса, и между ними существовала политическая конкуренция. Хотя на пути международных товарных потоков были воздвигнуты барьеры, в США был общенациональный рынок товаров и услуг. Законодательство штатов не препятствовало конкуренции со стороны компаний из других штатов и, следовательно, в итоге могло мешать только местным компаниям. К тому же, могущественные местные политики, поддерживавшие местных же влиятельных предпринимателей, противостояли тенденциям к централизации,

которые активно распространялись в других странах. Это было особенно заметно на финансовой арене, где существовала старая американская традиция препятствования концентрации финансовой мощи на Восточном побережье<sup>50</sup>.

Другим сдерживающим фактором было то, что в 1920-х гг. в США ничто не препятствовало ни появлению новых игроков, ни конкуренции, особенно в финансовом секторе. Ни один из видов организаций не доминировал в финансовом секторе. Так что любое новое законодательство обязательно являлось компромиссом между различными интересами. Наконец, проверки политической целесообразности, например, законодательный надзор, осуществлявшийся Верховным Судом, также помогли смягчить последствия.

То, что США избежали масштабных антирыночных изменений, которые осуществлялись в других странах, не означает, что в стране не происходило борьбы политических интересов. Но, так как политическая власть была в большей степени рассредоточена, чем в других странах, принимаемое законодательство не отражало интересы только одной влиятельной группы. Например, небольшие банки получили федеральное страхование банковских вкладов, что обеспечивало их стабильность и перекрывало их финансовые издержки. Крупные банки пытались согласовать ограничения на процентные выплаты по вкладам, по крайней мере, с 1905 г.<sup>51</sup> Закон о банках 1933 г. (также известный как закон Гласса—Стиголла) дал им желаемое, запретив выплачивать проценты по бессрочным вкладам и ограничив выплату процентов по срочным вкладам. От законодательства о ценных бумагах и банковской деятельности, принятого в 1933—1934 гг., выиграли инвестиционные банки. Коммерческим банкам не только запретили проводить андеррайтинг корпоративных ценных бумаг; законодательство также снизило конкуренцию внутри инвестиционного банковского сектора.

Стоит подробнее остановиться на последнем факте, так как он противоречит представлению о том, что законодательство о ценных бумагах начала 1930-х гг., придававшее особое значение раскрытию информации и прозрачности, было полностью направлено на закладку фундамента динамичной, конкурентной финансовой системы. Оно

могло бы сделать это, но на разработку законов повлияли определенные группы, объединенные общими интересами. Законодательство об эмиссиях ценных бумаг представляет собой пример того, как на первый взгляд безопасные изменения в законе могут жестко ограничить конкуренцию.

Возможно, самый большой ущерб в 1920-х гг. конкуренция нанесла таким ведущим инвестиционным банкам, как «J. P. Morgan» и «Kuhn Loeb». Перед первой мировой войной только обеспеченные физические лица и организации вкладывали деньги в ценные бумаги. В этом мире личные связи — в особенности с иностранными инвесторами — были ключом к возможности инвестиционного банка размещать новые ценные бумаги в рамках разумного срока. В результате в области андеррайтинга ценных бумаг доминировали несколько крупных компаний.

Война изменила все. Для финансирования военной экономики правительство США выпустило облигации на сумму более 21,5 млн долл. сроком на два года, в то время как общая стоимость корпоративных ценных бумаг, выпущенных за предшествующие 10 лет, составляла всего 16,6 млн долл.<sup>52</sup> Чтобы разместить столь большое количество облигаций, коммерческим и инвестиционным банкам пришлось продавать их людям, которые до того никогда не вкладывали деньги в ценные бумаги. С 1917 по 1919 г. число держателей долгосрочных облигаций Казначейства США возросло с 300 тысяч до 21 миллиона человек. «National City Company» (предшественник нынешнего «Citibank») стала пионером розничной продажи инвесторам среднего класса; у него даже была сеть торговых представителей, ходивших по домам. Этот новый метод дистрибуции значительно увеличил скорость размещения новых эмиссий. Он также обусловил конкуренцию на рынке андеррайтинга.

Преобладающим способом размещения ценных бумаг тогда, как и сейчас, были синдикаты. Ведущий андеррайтер эмиссии организовывал синдикат андеррайтеров. Члены синдиката были связаны соглашением, согласно которому они продавали ценные бумаги в одно и то же время и по одной и той же цене. Синдикат успешно сочетал ценные бумаги из инвестиционных списков различных компаний, таким образом расширяя рынок ценных бумаг.

Однако по мере повышения уровня конкуренции члены синдикатов стали добиваться преимуществ перед своими конкурентами, нарушая положения соглашения синдиката, которые определяли время и цену размещения. Они не только действовали преждевременно, но, что еще хуже, предлагали инвесторам более выгодные сделки со скидками, снижая прибыль всех сторон. В прошлом такие нарушения легко могли быть выявлены и наказаны ведущим андеррайтером: рынок был невелик, все общались со всеми, и большинство культурных членов синдиката понимали ценность джентльменского соглашения. Но с бурным ростом бизнеса ценных бумаг и большим объемом эмиссий, поступающих на рынок, у компаний не осталось другого выхода, кроме как выйти на розничный рынок, включив новое поколение продавцов ценных бумаг в свои синдикаты. Они не чувствовали себя обязанными соблюдать молчаливое соглашение о воздержании от конкуренции, и выявлять нарушения с их стороны в условиях расширившегося рынка стало почти невозможно.

Даже в то время, когда озабоченные получением денег новички снижали доходность своих синдикатов, старые компании сталкивались еще и с конкуренцией со стороны банков, которые объединили коммерческую банковскую деятельность с инвестиционной, подобно «National City». Эти банки могли не только продавать ценные бумаги мелким инвесторам, но и были достаточно авторитетны, чтобы выступать в качестве андеррайтеров. Развив сети продаж, эти полностью интегрированные «универсальные» банки в меньшей степени полагались на соглашения синдикатов для обеспечения доходности андеррайтинга. Их доля в бизнесе по корпоративному андеррайтингу непрерывно росла на протяжении 1920-х гг.<sup>53</sup>

Старые компании хотели получить передышку от конкуренции, и законодательство, принятое в 1930-х гг. в ответ на кризис на фондовом рынке, предоставило им такую возможность. Закон о ценных бумагах 1933 г. устанавливал более высокий уровень прозрачности и раскрытия информации при андеррайтинге, но одновременно преследовал цель снизить уровень конкуренции в этой области<sup>54</sup>. Например, он исключал возможность продажи ценных бумаг андеррайтером до срока, согласованного синдикатом, объявляя незаконной любую огла-

ску до регистрации ценных бумаг в Комиссии по ценным бумагам. Так как ведущий андеррайтер мог легко проконтролировать выбор этой даты (регистрация не производилась, пока не была установлена окончательная цена), закон наделял ведущего андеррайтера правовыми средствами предотвращения манипуляций с ценными бумагами еще до их выпуска. Закон также устранял проблему тайного снижения цен, признавая незаконным предоставление не объявленных ранее скидок.

Аннулировав вызов синдикатам и восстановив их рентабельность, Закон о ценных бумагах содействовал традиционным инвестиционным банкам. Возможно, настолько же благоприятен был для них закон Гласса—Стиголла, который принудил их главных конкурентов, коммерческие банки, выйти из бизнеса по андеррайтингу. Принятие всех этих законодательных документов привело к значительному укреплению доминирующего положения нескольких традиционных игроков в данном секторе. Это положение сохраняется до сих пор.

Также стоит отметить политический процесс, в результате которого инвестиционные банки получили столь выгодное для них законодательство. С 1932 по 1934 г. Сенатский комитет по банковской системе и денежному обращению проводил слушания по злоупотреблениям в финансовой сфере. Слушания, названные в честь главного советника, Фердинанда Пекоры, выявили ряд случаев неэтичного поведения и прямого мошенничества со стороны банкиров. Целью слушаний было придание огласке лишь верхушки айсберга злоупотреблений, чтобы подготовить общественность к последующему принятию определенных законов. В особенности Комитет Пекоры преследовал коммерческие банки, хотя затронутыми оказались все сегменты финансового сектора.

Одно из обвинений состояло в том, что сочетание деятельности коммерческого банка и андеррайтинга было обременено конфликтом интересов. Так как фирмы имели непогашенную задолженность перед коммерческим банком, он мог действовать в интересах собственных владельцев следующим образом: если он получал плохие новости о компании, которой был предоставлен заем, он мог использовать свое влияние как андеррайтера, чтобы заверить и продать ценные бумаги от имени компании ничего не подозревающей общественности, и заставить компанию использовать полученную прибыль для выплаты зай-

ма. Таким образом, владельцы банка избегают предстоявших потерь от плохого займа. Сходным образом можно злоупотребить доступом к собственным наивным вкладчикам, поскольку им можно продать акции, к которым ни один сколько-нибудь опытный инвестор даже не притронется. Комитет Пекоры утверждал, что конфликты интересов, свойственные сочетанию выдачи займов и андеррайтинга, могут привести и привели к злоупотреблению доверием. Мнение, что банки обманули наивных индивидуальных инвесторов, нашло отклик у общественности, которая потеряла огромные суммы, и почти неизбежно привело к разделению, законодательно обеспеченному законом Гласса—Стиголла.

На самом деле, когда недавно было проведено исследование деятельности комитета, ни одно из его заявлений не подтвердилось. Доказательств обозначенных злоупотреблений в делах, расследование которых вел Комитет Пекоры, практически не было обнаружено; более того, исследование гораздо более широкой выборки случаев показывает, что в среднем банки продавали не худшие ценные бумаги, чем такие же инвестиционные банки<sup>55</sup>. В действительности на протяжении большей части 1920-х гг. универсальные банки добровольно разделяли свои полномочия андеррайтера и займодавца, чтобы предотвратить возникновение конфликта интересов<sup>56</sup>. Законодательство, отделяющее коммерческую банковскую деятельность от инвестиционной, имело политическую, а не экономическую подоплеку.

Так почему Комитет Пекоры был столь предвзят? Некоторые считают, что закон Гласса—Стиголла находится в русле американской традиции не давать каким бы то ни было финансовым группам приобретать слишком большое влияние<sup>57</sup>. Возможно, Комитет Пекоры был лишь инструментом в этом процессе. Другие утверждают, что видный член комитета сенатор Картер Гласс хотел вытеснить коммерческие банки из бизнеса по андеррайтингу, потому что они нарушали долгие лелеемую им веру в то, что коммерческие банки будут стабильны только в том случае, если будут выдавать краткосрочные, самоликвидирующиеся займы<sup>58</sup>.

Есть и более простой ответ из области политики<sup>59</sup>. Ведущие инвестиционные компании имели более серьезные политические связи.

Более того, у них не было так много контактов с широкой общественностью, и поэтому выставлять их в качестве козла отпущения перед обществом, жаждавшим чьей-нибудь крови, было менее выгодно. Кроме того, они с большим уважением относились к комитету и лучше с ним сотрудничали. Наконец, администрации Рузвельта для разработки законодательства требовалось получить значительные объемы информации за короткий срок. Традиционные инвестиционные банки, уже имевшие хорошие политические связи, предложили предоставить эту информацию и поэтому получили некоторую возможность влиять на разработку законодательства (и комитет). Возможно, появление важного законодательства действительно обусловлено столь приземленными причинами!

## Резюме

В этой главе мы утверждали, что влиятельные круги не имеют серьезных стимулов противостоять финансовому развитию, когда страна открыта. Но что обуславливает принятие решения об открытости? Как на него влияют интересы крупных игроков? Те же группы, что противостоят финансовому развитию, склонны противостоять и открытости; однако на решение страны быть открытой также влияют ее соседи. Группы, поддерживающие открытость, станут слабее экономически и поэтому менее влиятельны политически, когда другие страны закроют свои границы, так как потеряют стимул бороться за открытость, увидев, что международные рынки исчезли. По этой причине такой мировой экономический спад, как Великая депрессия, может ускорить реакцию во многих странах, что приведет к закрытию границ. Такое одновременное закрытие границ даст влиятельным кругам возможность снова заявить о себе.

Экономический спад также увеличивает число нуждающихся; следовательно, политическое давление на правительство с требованием что-либо предпринять усилится. Такое давление предоставляет влиятельным кругам благовидное прикрытие для своих низменных интересов. Мы проиллюстрировали на опыте трех разных стран, как кризис



стал предлогом для возрождения влиятельных кругов. В Италии под видом попытки стабилизировать банковскую систему частный сектор спасал себя, используя государственные деньги. В Японии крупные банки и военное правительство тайно сговорились захватить доминирующее положение в финансовом секторе. Военное правительство потерпело крах в конце войны, но банки создали свои империи и дожили (пусть и с трудностями) до сегодняшнего дня. В США было больше взаимных политических уступок, и в результате в финансовом секторе сохранился определенный уровень конкуренции. Тем не менее конкуренция внутри различных сегментов финансового сектора снизилась, и доступ к финансам стал более ограниченным.

Особенно заслуживает внимания тот факт, что во всех этих странах привилегии, полученные влиятельными кругами, надолго пережили правительство, которое их предоставило. Чтобы преодолеть многие из ограничений конкуренции, введенные по политическим мотивам, понадобилось более полувека.

Влиятельные круги были способны повернуть вспять развитие рынков против желания прорыночных групп, которые сформировались во времена процветания рынков. Во многом им помогла поддержка обездоленных депрессией: безработных, разорившихся инвесторов, пожилых пенсионеров и фермеров-бедняков. Почему эти люди выступили против рынков во время депрессии? Может ли это случиться снова? Какие уроки можно извлечь из этого эпизода для нашего времени? К этому мы обратимся в следующей главе.

## ГЛАВА 10

# Почему функционирование рынков ограничивалось?

Наш рассказ о событиях до и после Великой депрессии и последующем ограничении развития рынков иллюстрирует два положения. Во-первых, обратному движению финансового развития предшествовала общественная антипатия к рынкам. Во-вторых, изменившееся отношение к рынкам предоставило удобное прикрытие для тех частных интересов, которые были против рынка и конкуренции. Непосредственной причиной обратного движения могло быть общественное недовольство рынками, но формы, которые приняло государственное вмешательство, и его продолжительность скорее объясняются махинациями влиятельных кругов. Понадобилось больше полувека, чтобы преодолеть ограничения, наложенные на рынки за те несколько лет.

Может ли это случиться вновь? Чтобы ответить, мы должны понять, почему в 1930-х гг. широкие слои общества обернулись против рынков. Отчасти причина в продолжительности и жестокости депрессии, особенно по сравнению со стабильным состоянием экономики США во время первой мировой войны или с Советским Союзом, который в 1930-е гг. делал большие успехи. Крах фондовой биржи, банкротства банков, огромный всплеск безработицы, которая в США охватила четверть численности рабочей силы, были тяжелыми ударами. То, что капиталистические экономики подвержены бумам и крахам, не было откровением: периодически повторяющиеся кризисы перед первой мировой войной уже выявили это. Но продолжительность Великой

депрессии подорвала уверенность в том, что система в конце концов справится со всем сама.

Однако столь же важной для выступления общества против рынков была антипатия к неуправляемым рискам, свойственным конкурентной системе свободного предпринимательства. Конкуренция и процесс созидательного разрушения не только повышают эффективность экономической системы, как мы показали, но и увеличивают степень риска, который приходится нести отдельному человеку. Работники испытывают эйфорию от достатка, когда их наниматели процветают, и получают ущерб от увольнения, когда их работодатели становятся банкротами. Их умения, отточенные за много лет, могут в один миг устареть, если некто в далекой стране начнет производить более качественную продукцию или разработает более эффективную технологию. Более того, напряженная конкуренция подвергает риску долгосрочные экономические и социальные отношения, которые традиционно предохраняют людей от временных неприятностей.

Финансовые рынки могут страховать некоторые риски, но, конечно, не самые опасные, возникающие в результате волатильности рынка. Риск устаревания всего промышленного сектора, риск длительной безработицы, риск глобального спада — от всего этого частному сектору застраховаться трудно. Жизнь повернется темной стороной к несчастным, пострадавшим от конкуренции и оставленным без поддержки.

Число обездоленных — безработных, пенсионеров, потерявших все свои сбережения, владельцев малых предприятий, чьи дома за долги изъяли кредиторы — очевидно растет во время экономических кризисов, как и их политическая сила. На самом деле, их политическая власть возрастет более чем пропорционально их числу, потому что во время кризиса обездоленные могут преодолеть обычные для разобщенных групп трудности, связанные с координацией действий. В ряды обездоленных вольются квалифицированные работники, способные к самоорганизации; при этом они хорошо осознают, что в столь же отчаянном положении находится множество других людей. Более того, в периоды спада чаще происходят экономические скандалы, еще более снижая легитимность системы в глазах обездоленных.

Обычные барьеры на пути к организации — страх действовать в одиночку, отсутствие информации о других, неочевидность их намерений, наличие приемлемых альтернатив — все это отступает в такие времена. В результате обездоленные организуются и осуществляют сильное давление на политиков, чтобы те предприняли некие действия в отношении бедствий, вызванных рынком. Их гнев в сочетании с частными интересами влиятельных кругов образует мощную силу, направленную против рынков.

Можем ли мы снова столкнуться с такой негативной реакцией? Можно провести параллели между недоверием общества к рынкам в те времена и сейчас: банкротство феноменально успешной энергетической компании («Insull» тогда, «Enron» сейчас); заявления, что финансовые организации с чрезмерным энтузиазмом относятся к акционерному капиталу, в котором участвуют («Chase» тогда, «Merrill Lynch» сейчас); заявления о налоговых махинациях большинства видных менеджеров эпохи расцвета (Чарльз Митчелл из «National City» тогда, Деннис Козловски из «Тусо» сейчас). Однако в то время дела обстояли значительно хуже. И, конечно, экономическая система существенно изменилась с 1930-х гг. Тем не менее и сегодня у нее есть слабые стороны.

Политическое давление, оказываемое в целях ограничения функционирования рынка, было особенно сильным в то время, поскольку не существовало барьеров, чтобы оградить людей от ударов со стороны рынка. К счастью, политики развитых стран хорошо усвоили урок: необходим определенный уровень социального страхования, чтобы снизить неопределенность, с которой люди сталкиваются на конкурентном рынке, и количество пострадавших в случае экономического спада. К сожалению, они усвоили этот урок в разгар двух великих катаклизмов — депрессии и второй мировой войны, так что введенная тогда система страхования основывалась исключительно на ограничениях функционирования свободных рынков. Постепенно рынки стали свободнее, и сейчас совершенно ясно, что существовавшая тогда система страхования не была адекватной.

Было бы целесообразно начать с рассмотрения того, почему политики так охотно устанавливают ограничения на функционирование рынков, несмотря на то, что неблагоприятные последствия таких дей-

ствий сказываются в течение длительного времени. Решение президента США Джорджа Буша от 5 марта 2002 г. об установлении тарифов на импорт стали в размере от 8 до 30 % представляет собой подходящий пример.

## Тарифы на сталь

Общий объем потребления стали в мире в 2001 г. составил приблизительно 730 млн т; избыточные производственные мощности сталелитейной промышленности исчисляются примерно 270 млн т<sup>1</sup>. Если не произойдет неожиданного взрыва спроса на сталь, мировые производственные мощности должны быть сокращены на треть. К тому же, в сталелитейной промышленности наблюдается устойчивый рост производительности. В 1980-х гг. в США на производство одной тонны стали затрачивалось 10 человеко-часов; сегодня средняя величина для отрасли составляет менее 4 человеко-часов<sup>2</sup>. Для отрасли, спрос на продукцию которой не расширяется, подобный рост производительности не может не сопровождаться значительным сокращением количества занятых. На протяжении последних 20 лет занятость в сталелитейной промышленности США падала более чем на 10 000 рабочих мест в год, даже несмотря на некоторое увеличение объемов производства: в 2000 г. они на 20 % превышали аналогичный показатель за 1980 г.<sup>3</sup>

Но не все в отрасли обстоит так мрачно. В то время как одни сегменты сокращаются, другие расширяются. Председатель Федерального резервного управления Алан Гринспен напомнил Конгрессу: «Сегодня в нашей стране две сталелитейные промышленности. Основой одной являются старые технологии.., а другой — мини-фабрики, и последняя развивается стремительными темпами»<sup>4</sup>. Производительность сталелитейных мини-заводов в семь раз выше, чем у интегрированных производителей<sup>5</sup>. Неудивительно, что их доля в производительности США значительно возросла за последние два десятилетия: с 15 % в 1981 г. до 50 % в настоящее время<sup>6</sup>.

В случае перепроизводства некоторым производителям придется закрыться. На свободном рынке это будут наименее эффективные

компании. В США это старые интегрированные производители — такие широко известные фирмы, как «U.S. Steel» и «Bethlehem Steel».

Закрывание производства является частью процесса созидательного разрушения, чрезвычайно полезного для экономики, поскольку он открывает дорогу для более эффективных производств и не дает слабым компаниям тянуть промышленность вниз за собой. Но для некоторых этот процесс является крайне болезненным. Для пятидесятилетнего сталевара будет слабым утешением узнать, что он — жертва, которую требуют боги производительности. Естественно, в своем несчастье он обвинит систему, а не свои навыки или неудачу, и сделает все, чтобы исправить то, что считает главной несправедливостью системы. По этой причине 30 000 работников сталелитейной промышленности отправились в Вашингтон, чтобы просить помощи.

В сталелитейном производстве занято лишь 160 000 рабочих, в то время как 9 000 000 рабочих заняты на предприятиях, потребляющих сталь. Несмотря на серьезное численное преимущество потребителей, американские сталевары и сталелитейные компании получили необходимую политическую поддержку для введения тарифов на импорт стали. В свете вышеприведенного описания небольшой, но очень заинтересованной группы, это неудивительно. Поскольку расходы на такое урегулирование ложатся на различные группы неравномерно, в то время как более эффективная система выгодна очень многим, политическое влияние жертв конкуренции значительно сильнее, чем тех, кому она выгодна. Старые интегрированные сталелитейные заводы расположены в таких штатах, как Филадельфия, Огайо и Западная Вирджиния, которые единым фронтом выступали на президентских выборах 2000 г. Их объединившиеся избиратели будут играть решающую роль и на следующих выборах, как это, вполне возможно, было во время предыдущей кампании. На выборах 2000 г. Джордж Буш предположительно получил большинство голосов в традиционно поддерживающей демократов Западной Вирджинии, поскольку Билл Клинтон не смог сделать ничего, чтобы помочь сталелитейной промышленности<sup>7</sup>. Ясно, что политический интерес был выше принципов Джорджа Буша, когда он устанавливал тарифы на сталь.

Однако, что удивительно, так это форма поддержки, которую получили производители стали. Вместо прямых компенсаций будущим безработным правительство США установило тарифы, чтобы сохранить менее чем 9 000 рабочих мест в сталелитейной промышленности, что, согласно исследованиям, может стоить 74 000 рабочих мест в отраслях промышленности, потребляющих сталь<sup>8</sup>. Тарифы также будут стоить потребителям стали дополнительно 5 млрд долл. в год. И это не временная ошибка в выработке политики. Сталелитейная промышленность неизменно извлекала выгоду из торговых ограничений и правительственных субсидий. Торговые ограничения, установленные в 1980-х гг., по оценке, стоили потребителям 6,8 млрд долл. в год, в то время как размер правительственных субсидий, полученных сталелитейной промышленностью за тот же период, составлял 30 млрд долл.<sup>9</sup> Тарифы оказали влияние не только на Америку. В Европе уже начали устанавливать свои тарифы в целях защиты своей сталелитейной промышленности от наплыва иностранной стали, которой было отказано в поступлении на рынки США. Таким образом, помимо американских потребителей, общее количество пострадавших также включает производителей стали в более бедных странах, таких как Польша и Болгария, и тех, кто зависит от их поставок.

Почему политики не оказывают прямой помощи людям, которые пострадали в процессе созидательного разрушения? Почему вместо этого они вмешиваются в данный процесс, защищая неэффективные компании, таким образом предоставляя им средства и стимулы требовать еще более серьезной защиты в будущем? В конце концов, перекавалификация каждого сокращенного работника вкупе с выплатой ему значительного пособия обошлась бы США гораздо дешевле, чем введение ограничений на торговлю, сопряженных с большими издержками.

Мы видим две причины для принятия подобных мер. Одна — это вопрос формы (как это выглядит), а другая — вопрос функции (кому это помогает). Рассмотрим сначала форму. Издержки на ограничение конкуренции в основном скрыты. Кажется, что они никому не причиняют вреда, потому что их бремя ложится на иностранцев, потребителей и будущих потенциальных предпринимателей, ни один из которых не активен политически (а некоторые даже не присутствуют).

Отрасли, потребляющие сталь, конечно, будут протестовать в связи с тем, какова величина издержек на тарифы для среднего гражданина и сколько рабочих мест потеряют отрасли, но у них есть на то причина. Их цифры не только потенциально предвзяты, но и скрыты лежащей в их основе экономикой, для оценки которой у общественности нет ни времени, ни стимула, ни возможности. С точки зрения государства, издержки не отражаются в балансе и не включены в расходную часть уже раздутого бюджета. А с точки зрения работников, которые сохраняют свои рабочие места, ограничения конкуренции справедливы и не посягают на их самоуважение в отличие от подачек государства.

Таким образом, скрыть характер связанных с этим подачек и представить ситуацию с тарифами как оптимальный ответ обеспокоенного государства — в интересах политиков. Например, конгрессмен из Огайо Шеррод Браун заявлял: «Ситуация критическая и требует немедленных действий со стороны президента. Под напором *незаконного* импорта 29 отечественных компаний — производителей стали либо объявили о своем банкротстве, либо вышли из сектора за последние 4 года... Для того чтобы отрасль смогла консолидироваться и выжить, федеральное правительство *должно решительно применить законы США о торговле*» [курсив наш]<sup>10</sup>.

Собственно говоря, в импорте стали нет ничего незаконного. А когда конгрессмен Браун призывает к решительному применению законов США о торговле, он на самом деле имеет в виду, что США должны применить раздел 201 Соглашения Всемирной торговой организации, также известный как Пункт, освобождающий от ответственности, который разрешает странам временно отказаться от своих обязательств по свободной торговле<sup>11</sup>.

Альтернативу — прямые выплаты из бюджета потерявшим работу — было бы гораздо сложнее осуществить с политической точки зрения. Издержки стали бы совершенно очевидны среднему гражданину, и он бы задался вопросом: «Почему они, а не я?» Иными словами, изменение формы препятствовало бы общественной склонности к разумному неведению. А когда издержки перетекают в государственные бюджеты, политикам приходится делать выбор между рабочими и другими группами, имеющими политическую власть, которые



уже обладают определенными правами. Наконец, самим рабочим придется столкнуться с тем фактом, что они действительно живут за счет благотворительности общества, вне зависимости от того, насколько такая благотворительность в интересах общества.

Вторая причина для ограничений — это функция: в то время как ограничения конкуренции не являются лучшим способом защитить интересы рабочих, они, несомненно, предпочтительны для влиятельных компаний. Компаниям, производящим сталь, не помогут прямые выплаты их рабочим. Собственно говоря, тогда будет гораздо проще закрыть эти компании. 30 тысяч рабочих, на автобусах отправленных в Вашингтон, — это лишь живые щиты, обеспечивающие соблюдение интересов влиятельных компаний за счет разрушения системы свободных рынков.

Смешивание защиты людей и защиты организаций не ограничивается рабочими местами. Одной из проблем крупных интегрированных компаний, производящих сталь, являются так называемые издержки на наследство, т. е. издержки на пенсии и пособия по болезни, которые существующие компании должны предоставлять 600 тысячам вышедшим на пенсию работникам сталелитейной промышленности. Теоретической причины возлагать ответственность за выплату пенсий на компании-работодатели нет. Аналогично выплате зарплат, компании могут просто перечислять необходимую сумму в частный или государственный трастовый фонд, который будет выплачивать пенсии (что на современном языке именуется системой установленных взносов (в пенсионный фонд)). Но работники-пенсионеры, пенсии которых зависят от компании, — это еще одна сильная внешняя группа, которым необходимо выживание компании, поэтому компании вряд ли легко обойдутся без них. Влиятельные компании действительно воздвигли сложную оборону из живых щитов для защиты своих интересов.

Сейчас мы продемонстрируем, что вероятность возникновения коалиции между капиталистами и другими пострадавшими от конкуренции особенно высока во время экономического спада, хотя в принципе подобный союз может сложиться в любое время. Спады снижают выгоду от открытости и, таким образом, ее политическую поддержку, ослабляя самую могущественную силу, способствующую эффективно-

сти. В то же самое время спады повышают власть обездоленных. Таким образом, экономические спады, особенно те, которые происходят одновременно во многих странах, угрожают политической стабильности капиталистической системы. Именно это произошло во время Великой депрессии и вскоре после нее, и последствия антирыночной реакции продолжались 50 лет.

## **Почему во время спада ограничения рынка поддерживают сильнее?**

В отличие от влиятельных компаний, прочие пострадавшие от конкуренции обычно являются разобщенной группой, у которой отсутствует программа действий. Таким образом, их возможность влиять на действия властей ограничена. Но во время экономического кризиса совпадение нескольких факторов дает им больше власти. Их число возрастает, у них появляется время действовать. Что не менее важно, всем обездоленным известно: многие находятся в столь же безнадежной ситуации и разделяют мнение о том, что система прогнила, — обычно во времена экономических спадов на поверхность выходят скандалы, реальные и дутые, которые демонстрируют коррумпированность системы (а обездоленным несложно убедить себя в том, что в их бедах виновата коррупция).

Кроме того, во время спадов такие акты разрушения, как закрытие компаний и банков, а также лишение домовладельцев собственности, происходят чаще, чем акты созидания. Такая «чистка» может быть необходима для возрождения, но она же может подтолкнуть обездоленных, уже охваченных негодованием по отношению к несправедливой системе, к объединению. Влиятельные круги, которые видят возможность направить гнев обездоленных против конкуренции, также прикладывают руку к такому объединению. И как организованная злобная толпа, обездоленные могут быть использованы для достижения целей, лежащих далеко за пределами их первоначальных намерений, — они могут стать угрозой свободным рынкам.

Рассмотрим городской бунт. Бунты начинаются в разнообразных обстоятельствах, но большинство таких ситуаций характеризуются двумя условиями: общее недовольство и событие-катализатор. Одно общего недовольства недостаточно, потому что перед недовольными встают серьезные проблемы, связанные с координацией действий. Если один человек начинает кидать камни в витрины магазинов и оказывается, что он один, с ним обращаются как с обычным преступником и отправляют его в тюрьму. Но если большое количество людей, численностью превосходящее полицию, действует одновременно, власти будут обращаться с демонстрантами как с политическим движением, а не как с шайкой преступников, и в тюрьму попадут немногие. Таким образом, такие события, как оправдание полицейского, который избил Родни Кинга, в 1992 г., вызывают бунт не только потому, что увеличивают число недовольных, но и потому, что эти события крайне публичны: они позволяют людям прийти к выводу, что и другие готовы действовать.

Политические действия, предпринятые жертвами конкуренции, отчасти похожи на городские бунты. До тех пор пока каждый индивид боится, что окажется один, он ничего не предпринимает, поскольку знает, что это ему дорого обойдется, а вероятность получения выгоды невелика. Экономические кризисы не только обеспечивают общую осведомленность о том, что обездоленных много (причем объединение не сулит потерь — только преимущества), но и предоставляют сигнальные события, вокруг которых протестующие могут объединяться. Например, в 1931 г. безработица в некоторых районах Южного Чикаго превысила 85 %<sup>12</sup>. Большинство бездомных безработных перебрались в ночлежки, где их объединил Совет по безработице. Когда средства, выделяемые на пособия по безработице, были урезаны вдвое, безработные вышли на улицы, и прежний объем финансирования был восстановлен<sup>13</sup>. В первые годы депрессии в США появилось множество организаций протеста, объединяющих фермеров, профсоюзы и ветеранские движения.

Во-вторых, во времена кризисов могут происходить корпоративные скандалы, что подрывает легитимность всей системы. Чтобы понять причины этого, нам следует принять во внимание, что корпора-

тивное мошенничество часто организовано по схеме, придуманной Чарльзом Понци, итальянским иммигрантом из Бостона. Понци получил известность в 1920-х гг., предложив феноменальные нормы прибыли (например, 50 % на вложенные средства за 45 дней) тем, кто был готов разместить у него свои деньги. Он якобы инвестировал их деньги по какой-то никому не понятной схеме, связанной с почтовыми марками<sup>14</sup>. На самом деле такой схемы не существовало. Он просто использовал поступившие позже вклады для того, чтобы выплачивать проценты по более ранним вкладам. Пока вклады росли достаточно быстро, схема действовала. В конце концов, органы власти что-то заподозрили и вынудили его прекратить прием вкладов, отчего схема лопнула.

Аналогичным образом, корпоративное мошенничество в развитых странах, где откровенный грабеж не является такой серьезной проблемой, большей частью представляет собой схемы, построенные по принципу Понци: например, использование будущих прибылей, чтобы продемонстрировать более высокие прибыли уже сегодня; сокрытие расходов и потерь посредством различных бухгалтерских трюков и сокрытие задолженности в дочерних компаниях. Чем скорее компания выпутывается из неприятностей, тем проще управляющим скрыть обман, и наоборот, чем хуже работает фирма, тем больше приходится обманывать. В плохие времена скрывать проблемы становится все труднее, и, в том числе, именно поэтому корпоративные скандалы чаще прорываются на поверхность. «Enron» рухнул отчасти потому, что все бухгалтерские уловки в мире не могли помочь ему скрыть нарастающие потери.

Даже абсолютно законные инвестиции иногда в динамике похожи на схему Понци. Когда в конце 1990-х гг. все больше и больше вкладчиков увлекались, казалось, неограниченными возможностями интернета, в сектор приходили деньги, повышая цены и увеличивая доходы тех инвесторов, которые осуществили вложения раньше. Это, на первый взгляд, оправдывало представление о неограниченных возможностях для вкладчиков. Но когда приток денег замедлился, цены резко упали, и все явление оказалось пузырем. Оценивая прошедшие события, пузырь распознать легко; в разгар же событий все не так очевидно.

Копаясь в остовах корпоративных катастроф, политики легко находят «скандалы». В деловых решениях всегда можно найти недостатки. А когда дальнейшие раскопки выявляют свидетельства якобы конфликтов интересов, разумные деловые решения, принятые на основе имеющейся информации, превращаются в назначения по знакомству или, хуже того, в преступные ошибки. Это не значит, что бизнесмены ведут себя безупречно (см. следующий абзац). Это значит только то, что люди со стороны склонны полагать, будто принятие деловых решений более научно, чем на самом деле. Многие из того, что на самом деле должно относиться на счет неуверенности или даже некомпетентности, приписывается злонамеренности. Суть, однако, в том, что политическая «охота на ведьм», которая начинается во времена спадов, имеет тенденцию еще сильнее размывать легитимность системы свободного предпринимательства и предоставлять прикрытия для антирыночных мер.

Конечно, действия некоторых промышленников и финансистов, столкнувшихся с падением прибыльности компании, вносят свой вклад в формирование мнения, что на рынках процветает обман простых людей. Трейдеры, увидев, что их позиции ухудшаются, удваивают объемы операций, надеясь на удачу и нарушая при этом правила своей компании и даже закон. Именно таким образом Ник Лисон, трейдер «Barings», привел свой банк к краху. Пытаясь сохранить феноменальный (и, возможно, вполне законный) рост доходов предыдущих лет, руководство «Enron» прибегло к манипуляциям с бухгалтерской отчетностью, когда уровень конкуренции на рынке повысился и реальные размеры прибыли снизились.

Под угрозой краха некоторые бизнесмены могут попытаться сделать все, что угодно, даже пойдут на нарушение закона в надежде предотвратить катастрофу. Но эти рискованные действия обычно не ведут к успеху, и последующее расследование выявляет их незаконность. С другой стороны, можно очернить и абсолютно честный бизнес.

Наконец, народные избранники, возможно, компенсируя свою бездеятельность в момент развития скандала или увидев возможность использовать ситуацию в личных интересах, в своих расследованиях склонны чрезмерно акцентировать внимание на нарушениях. Таким об-

разом они намекают, что эти нарушения — лишь верхушка айсберга, тогда как на самом деле зачастую больше нарушений нет. Мы уже отмечали роль слушаний Комитета Пекоры в установлении политической базы для финансового законодательства «нового курса» в 1930-х гг. Данных для прямой поддержки принятого впоследствии законодательства на этих слушаниях обнаружилось немного, но, кроме того, были выявлены нарушения и возможные налоговые махинации, совершенные Чарльзом Митчеллом, председателем «National City Company». Несмотря на то, что эти открытия лишь косвенно относились к разбираемым вопросам, они внесли свой вклад в создание ауры незаконности вокруг практики финансового сектора.

В общем, спады помогают раскрыть откровенно незаконные махинации, устроенные по принципу Понци. Сами по себе провалы часто приписывают злонамеренности, а не невезению или некомпетентности: Фердинанд де Лессеп стал знаменитостью, успешно построив Суэцкий канал, но был вызван в суд по обвинению в мошенничестве, когда провалилась его попытка построить Панамский канал, даже несмотря на то, что к проведению подготовительных работ в последнем случае было приложено больше усилий<sup>15</sup>. А возможность провала иногда выпуждает честных бизнесменов предпринимать нечестные действия. Наконец, как и в случае со слушаниями Комитета Пекоры в 1930-х гг., некоторые политики могут попытаться обвинить весь сектор в целом, подчеркнув несколько нерепрезентативных действий. Все это снижает легитимность системы конкуренции в глазах ее жертв — ведь по причине собственного печального опыта они уже смотрят на нее предвзято.

Когда спонтанно появляются организации обездоленных, профессиональные политики и политические партии пытаются использовать их для победы на выборах. Франклин Рузвельт, как мы видели, не чурался антирыночной риторики, чтобы привлечь обездоленных. А когда политики приходят к власти и у них возникает потребность в законотворчестве, подключаются влиятельные круги и приводят законодательную деятельность в соответствие со своими интересами. Таким образом, как бунт может быть использован меньшинством для достижения целей, которые не совпадают с намерениями толпы (интересно,

что очень часто бунты в Индии, для видимости именуемые «общинными», превращаются в целенаправленное разрушение особенно раздражающих конкурирующих фирм, принадлежащих общинам меньшинств), так и политические организации обездоленных могут быть использованы теми, чья программа более широка.

Антирыночная программа влиятельных кругов особенно сильна во времена глобальных спадов, когда возможностей для торговли и инвестиций за рубежом немного, что делает открытость менее привлекательной. С ростом протекционизма законодательство, принятое под давлением влиятельных кругов и обездоленных, нет нужды ограничивать, беспокоясь о международной конкурентоспособности. Оно подпитывает естественные инстинкты политиков избежать немедленных и прямых расходов вместо скрытых издержек при ограничении рынков. Рынок — легкая жертва.

Прежде чем завершить раздел, необходимо сделать некоторые пояснения. Мы утверждали, что в результате спадов интересы разных групп совпадают. Это не означает, что начинают доминировать интересы одной группы — например, влиятельные бизнесмены берут под свой контроль формирование повестки дня. Даже когда в 1930-х гг. путем принятия законодательства «нового курса» была предпринята попытка создать промышленные картели, чтобы ликвидировать ценовую конкуренцию, также был законодательно закреплён легальный статус профсоюзов<sup>16</sup>. На практике будут осуществляться компромиссы, но общие интересы коалиции влиятельных фигур — от предпринимателей до руководителей профсоюзов и политиков — будут сосредоточены на подавлении свободного рынка.

Вовсе не обязательно, чтобы интересы превалировали над идеями. Мы не отрицаем вероятность того, что в 1930-х гг. мир стал более гуманным и сознательным в социальном плане и что некоторые законы продвигались политиками, которые из лучших побуждений действовали в интересах общественности. Наш тезис заключается в том, что некоторые идеи имеют больше шансов найти питательную почву, когда почва удобрена соответствующими интересами. В 1930-х гг. основное «удобрение» было по сути своей антирыночным. Теперь опишем, какая именно экономика сформировалась на данной основе.

## Политический ответ

Великая депрессия и вторая мировая война полностью изменили представление о политической жизнеспособности государственного вмешательства в экономику. Классические экономисты проповедовали, что вмешательство государства осложняет ситуацию. Вместо этого уроки, извлеченные политиками из депрессии, состояли в том, что те члены правительств, которые следовали предписаниям классических экономистов — сторонников свободного рынка — ничего не делать и позволить проблемам разрешиться естественным порядком, потеряли свои посты. Напротив, те из них, которые порвали с традицией и выступили за поддержание уровня цен и занятости, имели некоторый успех и были переизбраны. В ряде стран, помимо государственного строительства мостов и дорог, безработицу свела на нет самая традиционная из общественных работ — подготовка к войне. В конце второй мировой войны классическая экономика была в опале, а государственное вмешательство в экономику стало вполне допустимым.

Люди обращались к правительству за защитой от превратностей дискредитировавшего себя рынка. Развитые страны создали хорошо продуманные системы социального страхования, предоставляющие выплаты пенсий и пособий по безработице и болезни. Это способствовало стабильности государственной занятости, которая рождала чувство экономической стабильности. Правительственные расходы на субсидии и переводы, обширные программы социального страхования и перераспределения поднялись с 4,5 % ВВП в 1937 г. до 8,5 % такого же большого объема ВВП в 1960 г.<sup>17</sup> В то время, как в 1910 г. лишь 20 % наемных работников Западной Европы имели некое подобие пенсионного страхования и лишь 22 % — медицинского страхования, к 1935 г. эти показатели составляли 56 и 47 % соответственно, а к 1975 г. — 93 и 90 % соответственно<sup>18</sup>.

Такая система страхования была создана во время Великой депрессии и непосредственно в послевоенное время, когда государствен-



ные бюджеты были преувеличены, поскольку за субсидии шла организованная конкурентная борьба. У государства не было бы возможности выполнить все свои обещания, если бы все требования обрушились на него одновременно. Поскольку государство теперь являлось барьером на пути рыночной экономики, а его ресурсов уже не хватало, оно, естественно, должно было попытаться сократить количество потенциальных претензий на свой кошелек. Это означало поиск союзников, которые могли бы участвовать в обеспечении экономической стабильности для населения. Что могло быть лучше, чем крупные корпорации? В конце концов, если бы они не были успешными, они не достигли бы своих нынешних размеров. Кроме того, их масштаб позволял создать административную инфраструктуру, которая могла обеспечить и наладить выплаты работникам. Но для того, чтобы эти корпорации смогли стать воплощением стабильности для людей, которые видели, как во время депрессии разорялись представители весьма известных фамилий, следовало обеспечить выживание данных компаний в будущем.

Решение, к которому склонилось большинство экономических систем, было естественным. Принимая во внимание сомнительную репутацию, которой пользовался рынок, и естественную склонность политиков к сокрытию расходов посредством регулирования рынка, политический ответ состоял в том, чтобы объединиться под одними знаменами с владельцами компаний, управляющими и профсоюзами и подавить конкуренцию. Таким образом, краткосрочные меры, принятые для решения проблем, вызванных депрессией, стали долгосрочной политикой. Было разрешено создание промышленных и финансовых картелей, и в результате высокие прибыли компаний — участников картелей — и высокие зарплаты членов профсоюзов обеспечили промышленную стабильность. В конце концов в отраслях должен был образоваться застой, и им потребовалась бы еще большая поддержка (тарифы на сталь 2002 г. были лишь мягким вариантом), но такая перспектива находилась уже за пределами сиюминутных интересов политиков.

## Формирование капитализма связей

Мы будем называть систему регулируемой конкуренции, которая появилась после второй мировой войны, «капитализмом связей». Частично конкуренция была ограничена посредством регулирующих органов, которые устанавливали барьеры для появления новых игроков и механизмы для тайных соглашений между компаниями (как мы видели на примере сектора перевозок на грузовиках в США), а частично — посредством крупных опосредованных общеэкономических соглашений между основными группами влиятельных игроков. Во многом это было просто продолжением политики, принятой во время депрессии. Например, в Швеции рабочие, фермеры, промышленники, финансисты и представители правительства собрались в 1938 г. в Сальтосбадене, чтобы заключить пакт. Рабочие получили стабильные зарплаты, политику полной занятости и социальные пособия; фермеры добились более высоких цен на продукты питания и ценовой поддержки; лидеры частного сектора получили отсутствие конкуренции и соблюдение прав частной собственности<sup>19</sup>.

После этого в 1950—1960-х гг. лидеры правящей социал-демократической партии, профсоюзов и Федерации промышленников Швеции ежегодно собирались за закрытыми дверями в летнем доме премьер-министра, чтобы определить экономическую и социальную программу страны на последующий год<sup>20</sup>. Такие соглашения между трудовыми союзами и ассоциациями работодателей не позволяли ни одной компании сбить цены и получить конкурентное преимущество. Очевидно, что такие соглашения ударяли по потребителю, но с ними мирились, поскольку потребитель был одновременно работником. Данные соглашения также предоставляли власть некоторым группам, объединенным общими интересами. Во многих странах уровень зарплаты, которого добивались профсоюзы, автоматически распространялся на рабочих, не являющихся членами профсоюзов. Например, несмотря на то, что во Франции и Испании лишь 10 % рабочих были членами профсоюзов, трудовые промышленные соглашения охватывали более 70 % трудящихся<sup>21</sup>.

Конечно, крупные сегменты населения остались вне этого пакта. Потенциальные игроки, а также малые и средние компании не имели государственной поддержки, которую получали крупные компании. Женщины и молодежь, которые обычно не имели длительного стажа работы в крупных компаниях, тоже не были защищены. Но система, казалось, работала, по крайней мере пока. Она не только предлагала больший уровень стабильности, чем конкурентная ориентированная на рынок система, от которой отказались многие страны; казалось, она облегчает рост. Какое-то время представлялось, что можно иметь все — и рост, и стабильность. Гарольд Макмиллан, британский премьер-министр с 1957 по 1963 г., привел партию консерваторов к победе на выборах 1959 г. под девизом: «Вам никогда еще не было так хорошо!»

В дополнение к прямому регулированию конкуренции, которое могло осуществляться лишь до определенной степени, в управлении экономикой государство полагалось на свой контроль над финансами. Его власть покоилась на трех столпах. Первый — это продолжение активной и пассивной политики по ограничению функционирования внутренних финансовых рынков. Эмиссии акций и облигаций были прекращены, так как было введено требование о получении разрешения на эмиссию у государства. Аналогичным образом, многие страны контролировали изначальные открытые предложения ценных бумаг, требуя, чтобы до регистрации на бирже компании несколько лет имели положительный доход. Молодые компании очевидно не могли преодолеть этот барьер.

Пассивная политика в отношении рынков — отказ от создания инфраструктуры, необходимой для того, чтобы рынки стали прозрачными и справедливыми — также была важна. До 1990 г. законы, направленные против инсайдерской торговли, существовали лишь в 34 из 103 стран, в которых функционировали фондовые биржи<sup>22</sup>. Что еще более важно, лишь 9 стран обеспечивали исполнение этих законов. Такое положение дел сохранялось даже несмотря на то, что, как мы уже видели, исполнение законов об инсайдерской торговле значительно сокращает расходы компаний по привлечению средств через ценные бумаги. Отказ от установления лучших стандартов раскрытия информации или обеспечения финансовой системы законами и адми-

нистративными процедурами для защиты миноритарных акционеров предоставлял возможность выхода на рынок ценных бумаг только наиболее влиятельным игрокам. В результате даже в 1980-х гг. средний возраст европейской компании, выходящей на открытый рынок, составлял 40 лет<sup>23</sup>. Для сравнения, сейчас в США обычное предприятие выходит на открытый рынок через 5 лет своего существования<sup>24</sup>.

Масштабное государственное вмешательство в распределение кредитов было вторым столпом, на котором основывался контроль правительства над финансами. Государства национализировали банки. В 1985 г. во многих странах государство контролировало около 55 % всех банковских активов<sup>25</sup>. Государство также предоставляло субсидии банкам, которые давали займы на льготных условиях приоритетным секторам экономики. Такие программы направленного кредитования стали обычными как в развитых, так и в развивающихся странах в 1960—1970-е гг. В 1970-е гг. в Южной Корее объемы программ направленного кредитования составляли более 50 % всех средств, находившихся в обращении в рамках финансовой системы<sup>26</sup>. В Японии в годы послевоенного восстановления на льготные займы приходился 71 % финансирования основных отраслей промышленности; данный показатель стабилизировался на уровне между 10 и 15 % на протяжении второй половины XX в.<sup>27</sup> Во Франции три четверти всех займов, предоставленных коммерческим компаниям, были выданы государством, квазигосударственными финансовыми организациями или национализированными банками и их дочерними компаниями<sup>28</sup>, 43 % всех займов было субсидировано государством<sup>29</sup>. Это данные за 1979 г., после 21 года непрерывного правления консервативных правительств, до того, как Франсуа Миттеран ввел свой грандиозный план национализации банков!

Государственный контроль над кредитованием не плох по своей природе. Государство может пожелать расширить доступ к финансированию — в конце концов, национализацию банков часто представляют как необходимую меру, позволяющую традиционному необслуживаемым сегментам общества получить финансирование. Однако на практике большой управленческий аппарат крайне неэффективен при финансировании небольших или молодых компаний, и направляемые

государством кредиты (как минимум, та часть, которая не растрачивается на популистские подачки) обычно отходят самому государству и влиятельным игрокам<sup>30</sup>.

Третий и, пожалуй, наиболее важный столп, на который государство опирается при контроле финансовой системы, — это ограничения международного движения капитала. Было бы полезно посмотреть, почему эти ограничения так важны для капитализма связей и почему, в конце концов, они потерпели неудачу. Их неудаче, которая будет описана в следующей главе, мы во многом обязаны возрождением конкурентных рынков в последние годы.

## Бреттонвудское соглашение

Чаще всего экономические теории оказывают лишь косвенное влияние на политику: они предоставляют предлог, под которым политики могут узаконить то, что кажется им разумным в конкретный момент. Правительства вмешивались в функционирование экономики в первые годы депрессии вопреки советам наиболее уважаемых экономистов. Но, в конечном счете, их действия были поддержаны, вероятно, наиболее известным экономистом своего времени Джоном Мэйнардом Кейнсом. В своей основополагающей книге «Общая теория занятости, процента и денег» Кейнс утверждал, что с большой вероятностью спрос на товары и услуги в экономике может упасть ниже потенциала экономики по его удовлетворению. Образовавшееся избыточное предложение — как будет свидетельствовать безработица и отсутствие спроса на сырье — не будет автоматически и быстро скомпенсировано сокращением зарплат и снижением цен, вопреки предписаниям классических экономистов. Вместо этого, утверждал Кейнс, в такое время государство должно вмешаться и закрыть разрыв между частным спросом и предложением путем предоставления собственного спроса посредством общественных работ, как описано выше.

Формирующийся кейнсианский консенсус по мере приближения конца второй мировой войны соответствовал общественному мнению. Оно требовало, чтобы государство и далее играло значительную роль

в управлении спросом — частично посредством схем социального страхования. Но это не вполне совпадало с другим важным уроком, полученным в 1930-х гг. Возможно, путем наименьшего политического сопротивления для правительства, желающего увеличить спрос на товары отечественного производства, было бы снижение валютного курса, чтобы отечественные товары смогли найти свой рынок за границей, и установление тарифов на иностранные товары, чтобы обеспечить удовлетворение внутреннего спроса только отечественными товарами. Конечно, поскольку в эту игру могли играть все правительства, такая политика «разори соседа» в итоге застопорила торговлю, и все страны остались в проигрыше.

В то время как свободная торговля была в долгосрочных интересах всех, США в первую очередь беспокоили краткосрочные перспективы. В отличие от других развитых стран, они вышли из второй мировой войны с невредимой промышленностью и финансовой системой. США особенно опасались того, что остальной мир возведет барьеры для их товаров и финансовых средств. Поэтому они стремились установить такую послевоенную систему, которая бы обеспечила открытость границ.

Бреттонвудское соглашение, заключенное в Нью-Гемпшире в 1944 г., которое подготовило почву для послевоенного восстановления экономики, было компромиссом. Это была попытка связать правительства так, чтобы их политика не препятствовала международной торговле — то, к чему США так стремились, — оставляя им достаточно автономии для вмешательства в регулирование внутреннего спроса<sup>31</sup>. Путь к первой цели пролегал через стабильность валютных курсов: чтобы предотвратить конкурентное обесценение, соглашение стремилось закрепить валютные курсы в узком коридоре, давая государствам возможность корректировать их лишь в случае «сильного нарушения равновесия». Был создан Международный валютный фонд: он должен был предоставлять странам кредиты, чтобы дать им возможность противостоять давлению в пользу девальвации и проводить необходимую корректировку внутренней политики.

Однако политические настроения были иными, и европейские правительства не могли игнорировать внутренние группы, которые са-

моорганизовались во время депрессии. С установлением фиксированных валютных курсов было необходимо что-то еще, чем можно было бы пожертвовать, иначе мир снова оказался бы между неизменным непоколебимым золотым стандартом и непреодолимой силой организованного требования государственного вмешательства. Жертвенным бараном стало международное движение капитала.

Кейнс предостерегал, что если движение капитала не будет ограничиваться, то государствам будет трудно управлять внутренним спросом. Его волновала возможность государства устанавливать уровень процентных ставок, хотя осложнились бы все виды государственного вмешательства<sup>32</sup>. Например, государство могло решить «убедить» частные банки предоставить дешевые кредиты определенным отраслям промышленности. Вместо предоставления прямых субсидий оно могло пожелать поддерживать низкий уровень процентных ставок по вкладам, сохранив рентабельность банков, и использовать множество рычагов власти, чтобы обеспечить предоставление кредитов нужным заемщикам. Но если вкладчики могут свободно покинуть страну и воспользоваться более высокими курсами процентных ставок в других странах, осуществить такую программу субсидий не удастся.

В целом, Кейнс полагал, что свободное движение капитала ограничит степень того, как государственная политика может хотя бы с малой долей вероятности осуществить перераспределение средств от богатых к бедным. Кейнс утверждал: «Конечно, в послевоенное время вряд ли найдется страна, в которой не следовало бы ожидать острых политических дискуссий относительно положения более богатых классов и обращения с частной собственностью. Раз так, то многие люди будут постоянно обеспокоены, поскольку они считают, что уровень левых настроений в их стране выше, чем в любой другой»<sup>33</sup>.

Поэтому компромисс, достигнутый в Бреттон-Вудс, был нацелен на открытие границ для торговли, но на закрытие их для определенных видов движения капитала, поскольку не всем трансграничным потокам капитала предполагалось преиятствовать. Для стабильности валютных курсов было важно, чтобы страны с положительным платежным балансом финансировали страны с дефицитом. Более того, также должно было поддерживаться «продуктивное» движение капитала, которое

могло быть использовано для развития реальных ресурсов страны, например, прямых иностранных инвестиций. Таким образом, контроль над капиталом был в первую очередь направлен то, чтобы помешать двадцатилетнему инвестиционному банкиру перевести деньги из одной части света в другую, получив максимальную прибыль, — что правительственные чиновники иронически называют спекулятивным капиталом.

Понимая и, возможно, даже сочувственно относясь к принуждению европейских правительств, США пошли против своих банкиров и согласились контролировать движение капитала (хотя, что оказалось впоследствии важным для отмены контроля, в целях привлечения капитала, уходящего из Европы, банкиры обеспечили наличие лазеек в этом соглашении)<sup>34</sup>. В отсутствии конкурентной дисциплины, которую обеспечивало международное движение капитала, внутренние финансовые организации получили монополию в финансовом секторе. Производственные компании, которые не пользовались благосклонностью политиков, не могли получить финансирования. Контроль над капиталом также уничтожил важный фактор бюджетной дисциплины государств, предоставив им свободу действий для постоянного вмешательства в экономику. Как победно заявлял Кейнс: «Будучи не просто мерой переходного периода, но постоянным соглашением, план предоставляет каждому государству — участнику соглашения прямое право контроля над любым движением капитала. То, что раньше было ересью, сейчас стало каноном»<sup>35</sup>.

## Кто выиграл и кто проиграл?

Кто же выиграл и кто проиграл в рамках системы связей? К сожалению, большое соглашение, которое было в ее центре, обеспечило столько внутренних перекрестных субсидий, что зачастую сложно разобраться, кто же извлек выгоду, а кто понес потери. В целом, однако, влиятельные группы — будь это крупные компании, члены профсоюзов, фермеры или престарелые — выиграли за счет «чужаков» — потенциальных предпринимателей, иностранных компаний, рабочих, не вступивших в профсоюзы, иммигрантов или молодежи.



Рассмотрим, например, систему пенсионного страхования и страхования по безработице в Италии, функционировавшую вплоть до недавнего времени. Пенсионная система состояла из двух компонентов: одна часть выплат финансировалась компаниями, другая — системой обязательного пенсионного страхования, управляемой государством. Вклады частной пенсионной системы находились под полным контролем владельцев компаний, которые могли их использовать в качестве дешевого источника финансирования собственных предприятий. Таким образом, работники несли большую часть риска предприятия, не получая за это компенсации. Не случайно подавление конкуренции стало их общим интересом с работодателями. Если мы на этом остановимся, то приходим к выводу, что работодатели получали прибыль за счет работников. Но это рассуждение не учитывает других аспектов пенсионной системы.

Система обязательного пенсионного страхования, управляемая государством, была чрезвычайно щедрой. Это была система вычетов из заработной платы, которая позволяла работникам получать намного больше объема их вкладов. Выходя на пенсию, они получали выплаты, равные 80 % заработка, который они получали в течение последних пяти лет работы, без вычета налогов, так что многие были лучше обеспечены на пенсии, чем на службе. Вследствие низкого пенсионного возраста в 55 лет многие уходили с работы, чтобы работать по совместительству в теневой экономике. А для нетерпеливых и недобросовестных медицинские правила предоставляли возможность получать пенсию по нетрудоспособности задолго до наступления пенсионного возраста<sup>36</sup>. Как и схема Понци, такая система могла функционировать лишь до тех пор, пока в экономике наблюдался рост. Поскольку первые послевоенные годы были годами роста, работники получали у одной части системы то, что они теряли в другой, а компании получали чистую прибыль. Проиграли будущие поколения, которым пришлось нести издержки за расточительство государства. Но долгосрочная перспектива никогда не была существенна для капитализма связей, поскольку, как сказал Кейнс, «...в долгосрочной перспективе мы умрем».

Схожие черты можно увидеть и в системе страхования от безработицы. Вплоть до 1991 г. основным источником страхования от без-

работицы в Италии был закон, запрещающий компаниям, имеющим в штате более 15 человек, уволить работника без «справедливой причины». Официальных пособий по безработице не было, но те, кто потерял работу, получали выплаты из «Cassa Integrazione Guadagni» («CIG»). «CIG» была создана в 1945 г. для выплаты зарплаты работникам, временно распущенным с крупных производственных предприятий на время их перевода на мирные рельсы. Практически незаметно деятельность «CIG» была распространена и на другие секторы экономики и, в конечном итоге, охватила постоянных безработных, а не только временных. По этой системе правительство платило 80 % зарплаты уволенным работникам в течение трех месяцев; этот срок мог быть продлен до одного года. На практике этот период часто продлевался сверхустановленного законом ограничения, особенно если речь шла о крупной компании.

Альтернативным вариантом для компаний было заставить увольняемых на время остановки производства работников выйти на пенсию раньше срока. Государственная пенсионная система не только компенсировала потерю заработка, но и должна была обеспечивать пенсионера на протяжении многих лет. Такие государственные компании, как почта и система железнодорожного транспорта, предлагали другой вид поддержки. Они действовали как «последнее средство» для ищущих работу, особенно на юге страны, где безработица традиционно высока.

Если мы сложим все эти элементы, то получим, что система защищала работников, особенно в больших компаниях, которые имели склонность нанимать и увольнять одних и тех же работников на разных фазах производственного цикла, не неся издержек на их переквалификацию. Но это было слишком обременительно для средних компаний, которые были достаточно большими, чтобы не увольнять работников, но недостаточно защищены посредством «CIG». И на это уходили значительные суммы из государственной казны.

Конечно, государство, в конечном счете, должно было покрыть эти издержки за счет граждан посредством более высоких налогов и инфляции. Это могло на некоторое время отложить выполнение неприятного бремени, например, через финансирование с помощью займа, но, в конце концов, наступил бы день расплаты.

## Резюме

Капитализм связей сформировался в послевоенном мире отчасти вследствие общего разочарования в рынках, сопровождавшегося привитой войной верой во власть государства, а отчасти потому, что влиятельные круги воспользовались волной реакции, чтобы создать систему, которая обеспечила бы их выживание. Атмосфера всеобщего недоверия к рынкам основывалась на опыте и зловеще напоминала атмосферу, в которой были введены тарифы на сталь 2002 г. (хотя очевидно, что после войны дела обстояли намного хуже), — крах фондовых рынков; разоблачение склонности инвестиционных банков приобретать ненадежные акции компаний, находящихся под их покровительством; феноменальные неудачи крупных компаний, преуспевавших в прошлые десятилетия, и сообщения об уклонении от уплаты налогов и финансовых мошенничествах их управляющих...

Система была построена на основе большого соглашения. Каждый участник системы имел небольшие области привилегий. Многие могли проиграть, если бы система не была обеспечена сильной политической поддержкой. Возможности и риск, присущие рыночной системе, были заменены привилегиями и стабильностью капитализма связей.

Конечно, привилегии одного гражданина — это ущемление прав другого. На каждую защищенную зрелую компанию приходилось по потенциальному передовому предпринимателю, которому было отказано во входе в сектор; на каждого пожилого белого мужчину со стабильной высокооплачиваемой работой приходилось по молодой жепищине из национальных меньшинств, которой было отказано в экономической независимости; на каждого пенсионера с высокой пенсией приходилось по бедному ребенку, не получающему полноценного питания, которое могло бы помочь ему стать полезным членом общества. Это не означает, что вышеописанный выбор был осознанным или что система не принесла пользы некоторым категориям, например, престарелым, которые традиционно находились в ущемленном положении. Проблема состояла в том, что в условиях капитализма связей не было

естественного способа модификации системы привилегий таким образом, чтобы те, кто находился внутри нее и изначально не имел привилегий, в конечном итоге не получили бы чрезмерный объем привилегий, а для тех, кто находился вне системы, отказ в доступе к ней не стал бы еще более тягостным.

Однако, в конце концов, изменения во внешней среде и негибкость системы связей способствовали ее крушению и привели к восстановлению рынков в наши дни. К этому мы сейчас и обратимся в следующей главе, чтобы, описав полный круг, вернуться в сегодняшний день.

# ГЛАВА 11

## Упадок и разрушение капитализма связей

В первые два десятилетия после второй мировой войны система управляемой конкуренции, которую мы называем капитализмом связей, казалось, работала хорошо: и в континентальной Европе, и в Японии, где данная система глубоко укоренилась, в условиях политической стабильности наблюдались феноменальные темпы роста экономики. Но этот рост в течение послевоенных десятилетий замаскировал три серьезные проблемы. Во-первых, система, основанная на личных связях, не поощряла радикальные инновации. Изначально, когда главной задачей было восстановление экономики, серьезной необходимости в этом не было, но позже ситуация изменилась. Во-вторых, когда развитие рынков подавлялось, не было ясно, где можно размещать монопольную прибыль, производимую системой. Наконец, система не могла эффективно осуществлять переброс ресурсов из умирающих отраслей промышленности в перспективные. Дальнейшие события, в конечном итоге, выявили эти проблемы.

Однако к отказу от капитализма связей привела не только его внутренняя слабость, но и увеличивающееся давление в целях повышения эффективности, исходящее от международных финансовых рынков. Бреттонвудское соглашение, в итоге, не смогло ограничить прохождение потоков капитала через границы. Объемы международного движения капитала, поначалу небольшие, резко увеличились. Это создало политические и экономические условия для возрождения кон-

курентных рынков, что мы и наблюдаем на протяжении последней четверти XX в. Чтобы разобраться во всем вышеозначенном, следует начать с рассмотрения того, как функционировал капитализм связей в сфере финансов. Мы подробно изучаем данную систему, потому что считаем: именно она, а не социализм, была естественной альтернативой свободным рынкам. Чтобы сделать разумный выбор, мы должны лучше понять ее сильные и слабые стороны.

### **Финансовая система, основанная на связях, в действии**

В таких странах, как Германия или Япония, финансовая система, основанная на личных связях, просуществовала гораздо дольше, и укрепилась заметно глубже, чем, например, в США или Великобритании. В начале 1990-х гг. финансовый сектор Германии все еще в основном опирался на личные взаимоотношения, тогда как в США и Великобритании основой финансовых систем стал рынок. Поэтому изучение различий между этими странами в данный период поможет понять, чем система, основанная на личных отношениях, отличается от системы, основанной на рыночных отношениях. Грубо говоря, в первых странах капитал циркулирует внутри некоторой группы взаимосвязанных компаний и организаций, в то время как во вторых — компаниям часто приходится привлекать и возвращать денежные средства независимым сторонам; отсюда термины *«финансовая система, основанная на связях»* и *«система независимого финансирования»*. Данные системы также именовались *«рейнским капитализмом»*, или *«системой, основанной на банках»*, — с одной стороны, и *«англо-саксонским капитализмом»*, или *«системой, основанной на рынке»*, с другой.

Например, в 1994 г. в США лишь 16 % средств, привлеченных компаниями, были предоставлены банками, а на долю средств, привлеченных посредством эмиссий ценных бумаг (например, облигаций или оборотных документов), приходилось 49 %<sup>1</sup>. В отличие от банковских ссуд, ценными бумагами легко торговать, а держащие их инвесторы обычно предпочитают, чтобы компания, осуществившая эмис-

сию, оставалась независимой от них. Напротив, в Германии 80 % привлеченных компаниями средств приходится на долю банковских займов и только 10 % привлечено с рынков ценных бумаг. Банки же, большая часть активов которых по природе своей неликвидна, стремятся устанавливать с компаниями-заемщиками гораздо более близкие и долгосрочные связи.

Весьма значительны различия и в области ценных бумаг. С 1991 по 1995 г. ежегодные объемы эмиссии ценных бумаг американскими корпорациями достигали 1,2 % ВВП. Что касается германских корпораций, то объемы их эмиссий составляли лишь 0,04 % ВВП. Что особенно ярко иллюстрирует ситуацию, в 1995 г. на миллион граждан США приходилось 3,11 изначально открытых предложений, в то время как для Германии данный показатель составлял лишь 0,08<sup>2</sup>.

Ситуация с ценными бумагами, выпущенными в обращение, в данных странах также весьма сильно различается. В 1994 г. индивидуальные инвесторы держали около половины всех выпущенных в обращение акций американских корпораций, хотя к 2000 г. этот показатель снизился до 40 %. Другим нефинансовым корпорациям принадлежало лишь 14 % акций друг друга, а банкам — буквально 0 %. Таким образом, в США акции компаний в основном держат взаимные и пенсионные фонды, и компании, в которых они таким образом осуществляют инвестиции, независимы от них. В Германии индивидуальным инвесторам принадлежит лишь 17 % выпущенных в обращение акций, а банкам — 10 % (к тому же, большинство индивидуальных инвесторов передают банкам свое право голоса). Другим нефинансовым корпорациям принадлежит 42 % акций — поразительная величина! Таким образом, основное участие в капитале крупных немецких компаний принадлежит другим компаниям и банкам, отношения с которыми участием в акционерном капитале не ограничиваются. Вследствие этого собственность в Германии гораздо сильнее концентрирована. Пяти самым значительным немецким акционерам принадлежит около 42 % акций средней крупной корпорации, в то время как для США этот показатель составляет лишь 25 %.

В некоторых аспектах крупные немецкие акционеры гораздо сильнее защищают управляющих «своих» компаний. По одному из

методов оценки, во второй половине XX в. в Германии было осуществлено лишь 4 враждебных поглощения<sup>3</sup>. Реакция на попытку такого поглощения компанией «Krupp» компании «Thyssen» (еще одного немецкого производителя стали) в марте 1997 г., возможно, объясняет причины данной ситуации. Представители «Thyssen» немедленно выступили с громкой критикой крупновской «тактики Дикого Запада» (иными словами, капитализма в американском стиле, основанного на независимых отношениях участников сделки, в отличие от более традиционных методов закулисных соглашений). Руководитель «Krupp» подвергся резким нападкам; разгневанные сотрудники «Thyssen» даже забросали его тухлыми яйцами. В дело вмешались политики, вплоть до канцлера Гельмута Коля, и банкиров «Krupp» (которые также были членами совета директоров «Thyssen») заставили повлиять на руководство компании. В итоге удалось достичь согласия, и слияние было осуществлено на равноправной основе. В аналогичном случае в США степень политического вмешательства и заботы о сохранении статус-кво была бы гораздо меньшей.

Система, основанная на личных связях, отличается от системы, основой которой служит рынок, в двух важных аспектах — *прозрачности* и *доступности*.

Сначала рассмотрим прозрачность. Когда все решения управляющих компании контролируются крупными дружественными фирмами и организациями, последние не испытывают потребности раскрывать общественности состояние дел в компании и детали процесса принятия решений. В конце концов, если к индивидуальному инвестору, не обладающему никакой властью, просочится пикантная информация о некомпетентности управляющих компании, акции которой ему принадлежат, что он сможет сделать? Ничего, только расстроится. Гораздо лучше, если заинтересованные стороны, владеющие компанией или предоставлявшие ей займы, примут коллективное решение об устранении возникших проблем с целью защиты своих вложений. Более того, в отличие от индивидуального решения, отношения которого с компанией зачастую мимолетны и ограничиваются покупкой и продажей ее акций на рынке, «родственные» компании и организации будут заботиться о долгосрочных перспективах управляемой ими фирмы.



Наконец, высокий уровень прозрачности может привлечь крупных внешних инвесторов, планирующих провести реформы, что расстроит всю систему личных связей. По крайней мере, именно так немецкий (или японский, или швейцарский) банкир мог бы оправдать неинформированность инвесторов<sup>4</sup>.

Вне зависимости от соответствия вышеприведенных доводов действительности, в результате в условиях немецкой системы о ситуации в той или иной компании не осведомлены ни инвесторы, ни ее сотрудники, ни другие фирмы. В 1989 г. было проведено исследование того, насколько сводные финансовые отчеты многонациональных компаний соответствовали требованиям Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) по раскрытию информации. 64 % обследованных американских компаний полностью выполняли данные требования; *ни одна* немецкая компания не удовлетворяла всем требованиям<sup>5</sup>. В 1995 г. комитет по оценке уровня раскрытия информации в годовых отчетах крупнейших компаний выставил Германии рейтинг 67. Для сравнения: такая развивающаяся страна, как Южная Корея, получила оценку 68, а США и Великобритания — 76 и 85 соответственно. Наконец, согласно исследованию прозрачности финансовой отчетности 34 стран за 1985—1998 гг., США занимают первое место по данному показателю, а Германия располагается посередине<sup>6</sup>.

Недавние скандалы с финансовой отчетностью в США показали, что ряд фирм намеренно вводили акционеров в заблуждение. В Германии обман инвесторов — не отклонение от нормы, а основной принцип политики компаний. Степень неинформативности отчетов германских компаний, возможно, наилучшим образом демонстрирует концепция скрытых, или секретных резервов. В год, когда прибыль высока, немецкие компании имеют право переводить часть прибыли в специальный фонд, утаивая ее от индивидуальных инвесторов. В неудачный год эта прибыль возвращается в итоговую строку в годовом отчете. Внешне все объяснялось необходимостью откладывать «на черный день». Но истинными причинами, вероятно, были патернализм и собственная выгода: опасно было раскрывать истинное состояние дел перед индивидуальными инвесторами, поскольку они могли запаниковать и предпринять преждевременные действия, которые повре-

дили бы управляющим компании. Поэтому инвесторов успокаивали видимостью устойчивых доходов, информируя о реальном тяжелом положении, которое сильно отличалось от официальных отчетов, лишь занятые в управлении компанией крупные фирмы и организации.

Когда «Daimler Benz», одна из наиболее уязвимых германских корпораций, в 1993 г. решила зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже, ей пришлось привести свою отчетность в соответствие с требованиями биржи, гораздо более жесткими, чем в Германии. Разница между немецкими и общепринятыми американскими стандартами финансовой отчетности стала очевидной: полугодовая прибыль в 168 млн дойчмарок обратилась в убыток в 949 млн дойчмарок — более 1,1 млрд разницы<sup>7</sup>!

В целом, несмотря на то, что конечными владельцами сбережений являются домашние хозяйства, в рамках такой системы, как немецкая, они имеют немного возможностей осуществлять прямой или косвенный контроль над своими вложениями. Компании и финансовые организации принимают все свои решения, не ставя о них в известность индивидуальных инвесторов и не требуя их согласия. Немецкий банкир Карл Фюрстенберг, возможно, лишь отчасти искажил взгляды своих коллег, заявив: «Акционеры глупы и дерзки — глупы потому, что отдают свои деньги кому-то другому, не контролируя, что с ними потом происходит, а дерзки потому, что требуют дивиденды в награду за свою глупость»<sup>8</sup>.

Второе отличие финансовой системы, основанной на личных отношениях, от «рыночной» связано с ограниченным доступом к ресурсам. Если ситуация, когда информация о компаниях не предоставляется общественности, является естественной, заемщики, уже находящиеся внутри «системы», могут выйти за пределы узкого круга финансовых организаций только в одном случае — если у них безупречная репутация. Эти ограничения зачастую усугубляются действующим законодательством. Вплоть до начала 1990-х гг. немецкие промышленные компании должны были получать разрешение на эмиссию оборотных документов и долгосрочных облигаций в Федеральном министерстве экономики. Разрешение выдавалось только в том случае, если финансовое положение эмитента было удовлетворительным *и если за-*

явку поддерживал какой-либо банк. К тому же, множество различных налогов делало издержки средней немецкой корпорации на небанковское финансирование чрезвычайно высокими, поэтому доступ корпораций к средствам за пределами узкого круга финансистов был весьма ограниченным.

Однако даже в условиях низкой прозрачности и ограниченного доступа к финансовым средствам влиятельные компании в условиях экономики, основанной на личных связях, имеют достаточно средств, причем издержки на раскрытие информации гораздо ниже, а займы предоставляются на гораздо более длительный срок, чем в условиях более прозрачной американской системы, где финансовые средства более доступны. Конечно, взаимное угодничество может привести к тому, что «родственные» компании, находящиеся внутри системы, не станут наказывать некомпетентных или нечестных управляющих, но на практике они понимают, что их долгосрочные интересы требуют обратного. Поэтому, даже несмотря на то, что «внешним» компаниям не разрешается наказывать «внутренних» управляющих посредством враждебных поглощений, топ-менеджеров в Германии и Японии увольняют за плохую работу не реже, чем в США<sup>9</sup>. Если мы также примем во внимание тот факт, что до недавних перемен в условиях таких финансовых систем, как немецкая или японская, домашние хозяйства имели немного инвестиционных возможностей, единственный вывод заключается в том, что в условиях системы, основанной на личных связях, доступ к финансовым средствам для инсайдерских компаний столь же широк, как и у компаний аналогичного размера в условиях «рыночной» системы. Это подтверждается исследованиями, поскольку различий в затратах крупных компаний на привлечение капитала в рамках двух систем обычно обнаружить не удастся<sup>10</sup>.

Значит, различия между двумя системами не имеют значения? Отнюдь, и особенно эти различия проявляются во времена серьезных перемен.

## **Система, основанная на связях, и перемены**

Старые игроки хорошо справляются с постепенно нарастающим темпом перемен. Однако чрезвычайно высокий их темп обычно требует чрезвычайных мер — и по смене взглядов, и по стимулированию деятельности. Системы, основанные на связях, зачастую не способны ни на то, ни на другое.

Чтобы понять, почему они не настроены менять финансовую систему, начнем с аналогии<sup>11</sup>. Предположим, что вы только что закончили свою версию Великого Американского Романа и хотите опубликовать его. Вы можете послать его в издательство «По старинке», где решение о том, печатать ли рукопись, будут принимать совместно два редактора: книга будет опубликована только в том случае, если оба дадут на это свое согласие. Вы можете также послать свой роман в издательство «Рискни», где решение о публикации редакторы принимают независимо друг от друга. Если редактор ответит отказом, у вас будет возможность переслать рукопись другому редактору из того же издательства, который не будет знать о том, что рукопись один раз уже отказались публиковать (в этом издательстве редакторы просто не общаются друг с другом). Очевидно, что вы как автор предпочтете отправить рукопись во второе издательство, чтобы у книги было больше шансов быть принятой, и предубеждения одного редактора ей не повредят. Но какой выбор будет лучшим с точки зрения бизнеса?

Первое издательство публикует только хорошие книги, поскольку рукописи проходят гораздо более жесткий процесс отбора. Но и количество отказов в публикации хороших книг будет больше, чем во втором издательстве, которое принимает больше рукописей и, таким образом, снижает вероятность отклонить хорошую книгу. Но плохих книг оно будет публиковать больше. Какая система лучше, зависит, как можно догадаться, от соотношения хороших и плохих рукописей, присылаемых в каждое издательство, и отношения издержек от отказа публиковать хорошую книгу к издержкам от публикации плохой.

Если хорошие книги становятся бестселлерами и прибыль от их продажи исчисляется миллионами, а издержки на плохие книги не превышают несколько тысяч на каждую, то вторая система лучше. А если хорошие книги приносят не так много, а публикация плохих книг не только влечет за собой издержки, но и портит издательству его репутацию, тогда лучше первая система. Теперь проведем аналогию с финансированием инноваций.

Система, где широкой общественности предоставляется достаточно информации, похожа на издательство «Рискни»: она дает новым компаниям, пробуящим новые технологии, больше шансов получить финансирование, поскольку есть много различных инвесторов, каждый из которых может оценить новую технологию на основе только базовой информации. Конечно, каждый инвестор может быть пристрастен, к тому же он может обладать лишь частью доступной общественности информации, однако перспективы компании он изучает независимо от других. Таким образом, компания получает несколько возможностей убедить инвесторов в преимуществах своей технологии. Если технология достаточно новая, для получения финансирования понадобятся все эти возможности.

Система, основанная на личных связях, работает совсем по-другому, подобно издательству «По старинке». В условиях скудости предоставляемой общественности информации и ограниченности доступа к финансовой системе, в лучшем случае, один-два хорошо информированных финансиста смогут оценить перспективы компании. Поскольку информация в рамках такой системы передается в основном посредством личных контактов, эти финансисты с большой вероятностью поговорят друг с другом. Несмотря на то, что после обмена информацией они смогут принять более взвешенное решение по поводу финансирования новой технологии, у компании будет не более одного шанса на успех.

Если данная технология является незначительной модификацией других надежных, испытанных технологий, доходы с финансирования успешных технологий, что наиболее вероятно, будут небольшими, по крайней мере, относительно издержек на неудачные финансовые решения. В таких условиях более эффективной будет система, основан-

ная на связях, поскольку она предоставляет возможность лучше прозондировать ситуацию и, таким образом, отсеять больше потенциально неудачных проектов. Консерватизм данной системы, как показывает тот факт, что любая инновация подвергается всестороннему изучению, может привести к тому, что распространившиеся во всем мире инновации будут системой отвергнуты. Но издержки в результате будут не очень высоки сравнительно с отсутствием затрат на финансирование провальных проектов. В обычное время, когда изменения происходят постепенно (а сами инновации исходят и от влиятельных компаний, и извне), система, основанная на личных связях, работает хорошо.

Если же наступает эпоха перемен, когда революционные инновации дают компаниям возможность создавать совершенно новые и при этом прибыльные рынки, система свободного доступа к финансированию, основой которой являются рынок и независимые отношения между компаниями и финансистами, обеспечивает финансирование большинству компаний, несмотря на то, что финансируется значительное число неудачных проектов. В такое время доходы с успешных проектов значительно превышают затраты на неудачные финансовые решения, поэтому метод издательства «Рискни» — независимая, но основанная на обширной информационной базе оценка — более эффективен.

Можно также провести параллель с венчурным капиталом, поскольку данное явление возможно только в рамках системы свободного доступа к финансам с высоким уровнем раскрытия информации. Объемы единовременных вложений венчурных капиталистов невелики. Они продолжают работу только с теми проектами, которые потенциально являются весьма прибыльными, немедленно прекращая финансирование при малейшем признаке возможного провала. Таким образом, они «срывают банк» на успешных проектах, а на провальных теряют немного, поэтому они готовы экспериментировать — как издательство «Рискни». Следовательно, предприниматели не должны впадать в отчаяние, получив отказ от одного венчурного капиталиста, поскольку есть много других, с которыми он, весьма вероятно, найдет общий язык. Успешным предпринимателям, действующим в рамках «рыночной» финансовой системы, подобно известным писателям, за-

частую приходилось таскать свой проект от двери к двери, пока они не находили венчурного капиталиста, готового раскрыть чековую книжку.

В условиях экономики, основой которой являются личные связи, венчурные капиталисты встречаются редко, поскольку им требуется надежная система раскрытия информации — не только для того, чтобы искать молодые компании, но и потому, что они получают прибыль с этих фирм только тогда, когда компании выходят на публичный рынок ценных бумаг. Чтобы заплатить адекватную цену за акции, индивидуальные инвесторы должны точно знать, что происходит внутри компании, в чем им может помочь раскрытие достоверной информации<sup>12</sup>.

В последние несколько лет в континентальной Европе финансовые системы, основанные на связях, уступают место независимым рыночным отношениям, характерным для США и Великобритании. Некоторые из европейских стран учредили новые фондовые рынки — например, «Neuer Markt»\* в Германии или «Nouveau Marché»\* в Париже.

Возможно, некоторые из этих рынков были основаны в приступе эйфории фондовых рынков, а не в результате коренного изменения подхода к финансовой системе (и не пережили смены технологии), однако для наших целей особенно интересно то, как появление этих рынков повлияло на объемы венчурного финансирования. Эти объемы значительно увеличились в тех странах, где были организованы рынки с более строгими требованиями по раскрытию информации по сравнению с ранее принятыми стандартами<sup>13</sup>, и причиной тому является не только влияние самого появления нового рынка, поскольку в тех странах, которые ввели такие же или более мягкие стандарты раскрытия информации на своих новых рынках, увеличения объемов венчурного финансирования не произошло. Следовательно, чем выше уровень раскрытия информации, тем проще осуществлять финансирование на основе независимых отношений и находить новые революционные технологии.

Однако даже в условиях доступности финансирования старые игроки не обязательно начнут запуск проектов, успех которых приведет к

---

\* Новый рынок (нем., фр.).

революционным изменением. Технологический прогресс может обеспечить опыт руководства компании: стандарт отрасли ИТ был установлен персональным компьютером «IBM», но постоянно развивали данную технологию и получили большую часть прибыли «Intel» и «Microsoft». То, что «IBM» не использовала всех возможностей персонального компьютера, отчасти объясняется тем, что стратегия компании разрабатывалась управляющими, которые приобрели первый опыт в работе с большими ЭВМ. Пытаясь избежать перераспределения ресурсов в ущерб работе с большими ЭВМ, менеджеры ограничили разработку персональных компьютеров, что подорвало ведущие позиции «IBM» в отрасли. Например, «IBM» снизила эффективность своего пакета программ для обработки текстов «Displaywrite» [для персональных компьютеров], ограничив его возможности по обработке электронной почты, которая стала чрезвычайно популярным приложением. Это было в те времена, когда «IBM» предполагала, что печатание текстов в основном будет производиться на больших ЭВМ или мини-ЭВМ, а разработчики больших ЭВМ хотели защитить свою систему электронной почты для больших ЭВМ, именуемую «PROFS», исключив электронную почту из функций персонального компьютера. К тому же лица, ответственные за производство больших ЭВМ, утверждали, что сотни тысяч секретарей привыкли к «PROFS» и версии «Displaywrite» для больших ЭВМ и не хотят переходить на новые программы»<sup>14</sup>.

Если бы не «Intel», «Microsoft», «Compaq», «Dell» и многие другие компании, неизвестно, получил бы персональный компьютер такое широкое признание, как сейчас. Если бы развитием отрасли занимались только «IBM» и «DEC», возможно, мы бы до сих пор использовали персональные компьютеры в качестве усложненных вариантов калькуляторов и пишущих машинок.

Таким образом, роль молодых фирм особенно важна, когда существует потенциал для революционных перемен, поскольку они не заинтересованы в сохранении статус-кво. Более высокий уровень раскрытия информации и прозрачности и связанный с этим свободный доступ к финансовым средствам способствуют появлению новых компаний, что являет собой резкий контраст по отношению к системе, основанной на личных связях, в условиях которой потенциальные новые



игроки практически не имеют шансов. Новички не смогут получить финансирование, не став частью системы, поскольку никто вне системы не даст им займы без кредитной истории. Неудивительно, что средний возраст корпораций, осуществлявших изначально открытые предложения на «Deutsche Bourse» в 1960—1990 гг. составлял 57 лет — глубокая старость для американской компании<sup>15</sup>! В самих же США дерегуляция банковского сектора, о которой мы рассказывали выше, привела к значительному повышению уровня компетенции в финансовом секторе штатов, осуществивших дерегуляцию. Это было равносильно переходу от неконкурентной системы, основанной на личных связях, к конкурентному финансированию, основанному на независимых отношениях. Неудивительно, что после дерегуляции резко повысились темпы создания новых предприятий<sup>16</sup>.

В эпоху перемен финансовая система, основанная на личных связях, имеет по крайней мере два существенных недостатка. Во-первых, присущий этой системе способ изучения новых проектов с большой вероятностью приводит к тому, что менее заурядные новые возможности не получают финансирования — принятие решений на основе консенсуса консервативно по сути своей. Во-вторых, непрозрачный характер системы обуславливает дискриминацию внешних по отношению к ней игроков, особенно новичков. Таким образом, те, кто имеет самые сильные стимулы осуществлять перемены, имеют меньше всего средств на это. Поскольку у игроков, входящих в систему, нет ни стимулов, ни намерений вводить новшества, в эпоху перемен финансовая система, основанная на личных связях, весьма значительно препятствует прогрессу.

Есть и третий недостаток. Обычно такие системы защищают старые, устойчивые компании, испытывающие трудности. В обычной ситуации это придает системе стабильность. Но в эпоху перемен это зачастую приводит к непродуктивному использованию средств. Самым наглядным примером неоднозначности защиты, предоставляемой финансистами компаниям, — пресловутый подход с точки зрения долгосрочной перспективы, взятый на вооружение финансистами в рамках данной системы, — является спасение компании «Mazda» банком «Sumitomo» в 1970-х гг.

В 1974 г. финансовое положение компании «Mazda Motors» было крайне тяжелым<sup>17</sup>. В отличие от других японских автомобильных компаний, она оказалась плохо подготовлена к феноменальному росту цен на нефть после арабо-израильской войны 1973 г. На «мазды» ставились неэкономичные двигатели Ванкеля, тратившие галлон\* бензина максимум на 10 миль\* пробега, в то время как на автомобилях конкурентов стояли более традиционные и эффективные бензиновые двигатели, пробег которых на единицу горючего составлял в два раза больше. Когда цены на нефть выросли втрое, продукция конкурентов стала гораздо более привлекательной, и объемы продаж «Mazda» резко снизились.

Эффективность производства «Mazda» также была крайне низкой. В отличие от средней японской автомобильной компании, производительность которой составляла 30 автомобилей на сотрудника в год, для «Mazda» этот показатель равнялся лишь 19 автомобилям. Столь же неэффективно работали и ее поставщики.

Было неясно, справится ли руководство «Mazda» с последствиями кризиса. С 1920 г., с момента основания компании, ею единолично управляли члены семьи Мацуда, и в 70-е гг. президентом был представитель третьего поколения семьи Кендзи Мацуда. К сожалению, он был гораздо менее талантлив, чем его предшественники, хотя властью обладал не меньшей.

Недостатки управления компанией четко выявились в реакции руководства на кризис. Объемы производства и поставок продукции дилерам не были сокращены, в результате чего на складах дилеров скопился нереализованный годовой объем поставок. Компания попыталась помочь дилерам профинансировать содержание продукции на складах, чтобы компенсировать потери, но, несмотря на это, начались массовые увольнения деморализованных торговых представителей компаний-дилеров. Долгосрочные перспективы компании оказались под угрозой, поскольку продажи автомобилей в Японии сильно зависели от работы торговых представителей. При этом руководство компании не предупредило сотрудников о кризисе. Несмотря на возрос-

---

\* Галлон — 3,78 л, миля — 1 609 м.

шие издержки и сокращающиеся объемы продаж, в 1974 г. компания подняла заработные платы, что еще сильнее осложнило ее финансовое положение.

В конце 1974 г. проблемы более невозможно было игнорировать. Основной банк «Mazda», «Sumitomo», решил начать действовать. Еще в начале 1974 г. банк направил в компанию двух своих должностных лиц для того, чтобы подробней ознакомиться с производством, но активное вмешательство было осуществлено только в конце года. Банк назначил главу своего токийского подразделения исполнительным вице-президентом «Mazda», а других исполнительных директоров — ответственными за основные направления деятельности компании. Банк также объявил, что предоставит компании финансирование в любом необходимом объеме. Наконец, в 1978 г. был снят со своего поста Кендзи Мацуда и на его место был назначен выбранный «Sumitomo» менеджер.

Новое руководство провело коренные организационные реформы. Системы управления и контроля «Mazda» были рационализированы, издержки сокращены, повышена эффективность работы поставщиков. Сотрудников компании убедили смириться с отсрочкой некоторых выплат, а некоторых работников производства переквалифицировали в торговых представителей. Производительность труда повысилась настолько, что в 1981 г. объемы производства на одного работника составляли рекордную цифру в 43 автомобиля в год. Поднялись и объемы продаж — отчасти потому, что «Sumitomo Keiretsu» («кейрецу» — японский термин, обозначающий производственное объединение) и многие другие заинтересованные стороны увеличили потребление произведенных автомобилей. Например, с 1975 по 1983 г. доля такси производства «Mazda» в Хиросиме, где располагалась компания, увеличилась с 2 до 40 %.

Одной из важнейших причин, по которой «Sumitomo» мог себе позволить выручить «Mazda» из беды, являлся низкий уровень конкуренции в условиях системы, основанной на личных связях. Поскольку японский рынок займов был далеко не конкурентным, в «Sumitomo» знали, что если «Mazda» не обанкротится, она продолжит занимать относительно дорогие средства в «Sumitomo». Перспектива этих прибы-

лей создала для «Sumitomo» стимулы помогать «Mazda». Таким образом, «Sumitomo» предоставил «Mazda» некое подобие страховки на случай экономического спада, что было бы невозможно в условиях более конкурентной системы, основанной на независимых отношениях.

Были и другие причины спасти «Mazda». Привилегированная позиция «Sumitomo» в условиях неконкурентной банковской системы подразумевала, что банк должен помогать государству в задаче снижения экономической нестабильности. Другие компании — клиенты банка — также стали ожидать, что в случае необходимости им будет оказана помощь. Банк, который не играл по правилам, хотя и мог бы себе это позволить, в скором времени растерял бы всех своих клиентов.

Стоила ли игра свеч? Ответ неоднозначен. «Mazda» возродилась достаточно быстро. Однако игнорировать сигналы, обусловленные неэффективной деятельностью «Mazda», было бы ошибкой. Возможно, «Mazda» заслуживала того, чтобы оказаться объектом поглощения со стороны другой автомобильной компании: в конце концов, в начале 1990-х гг. у нее снова начались проблемы, и на помощь ей пришел «Ford»! Возможно, компания должна была обанкротиться, что помогло бы снизить высокий уровень перепроизводства в автомобильном секторе в последние годы. Кто знает, были ли общие долгосрочные преимущества от сотрудничества с «Sumitomo» — гарантии и кредиты, более низкие процентные ставки, льготные сделки и долговременное подчинение «Sumitomo» — положительными для «Mazda» в итоге? И даже если так, была ли сделка выгодна вкладчикам и акционерам «Sumitomo», да и всей Японии?

К сожалению, как мы уже доказали, в условиях системы, основанной на личных взаимоотношениях, осуществить такой анализ затрат и результатов сложно — именно поэтому данная система так привлекательна для политиков. Как оценить потери других членов «кей-рецу», которым «рекомендовали» покупать «мазды»? Насколько велики могли бы стать прибыли, от которых отказался «Sumitomo», заставив своих менеджеров потратить столько времени на спасение «Mazda»? Именно непрозрачность системы, основанной на личных связях, делает ее столь привлекательной с политической точки зрения — так проще прятать издержки на перекрестное субсидирование. Но та

же самая непрозрачность обуславливает ошибки системы. И все ошибки совершаются в одном направлении — в направлении защиты нежизнеспособных старых игроков. Пресловутая долгосрочная перспектива — подход, принятый в рамках данной системы, — может на самом деле оказаться весьма краткосрочной.

В общем, в рамках данной системы не появляются радикальные инновации и не происходит неизбежное закрытие убыточных предприятий. Кроме того, у нее есть еще один серьезный недостаток. Не все согласятся с тем, как рынок распределяет средства, но его беспристрастность невозможно отрицать. Когда средства распределяются без помощи рынка, возникает проблема: отсутствие хороших правил получения вознаграждения и наказания. В то время как единственным критерием рыночной системы являются экономические показатели деятельности, в ее отсутствие более значимыми становятся такие не поддающиеся количественному определению мотивы, как солидарность и справедливость. В итоге вне зависимости от декларируемых целей средства и награды получают влиятельные старые игроки — в обход тех, кто действительно нуждается в средствах или заслуживает награды.

Теперь рассмотрим, как функционировал капитализм, основанный на связях, и почему в конце концов он себя изжил, несмотря на его очевидную привлекательность для влиятельных деловых кругов.

## **Упадок и разрушение капитализма связей**

Нельзя отрицать тот факт, что капитализм связей работал — по крайней мере, поначалу. В годы непосредственно после войны темпы роста экономики были головокружительными. С 1950 по 1970 г. в Западной Европе реальные доходы на душу населения увеличились на 80 %, в Японии — на 163 %<sup>18</sup>. Следует отметить, что этих невероятных темпов роста удалось достичь, лишь немного повысив социальную напряженность — благодаря подушке безопасности, обеспечиваемой системой, основанной на личных связях.

Изначально данная система действительно была пужна. В условиях стабильности и гарантированной занятости наемные работники охотно тратили заработанные деньги, что привело к повышению потребительского спроса, резко снизившегося во время депрессии и подавлявшегося во время войны. На стороне предложения отсутствие конкуренции не оказывало неблагоприятного влияния — по крайней мере, поначалу. В течение нескольких послевоенных лет основной задачей было восстановление экономики. Следующим этапом в большинстве развитых стран должна была стать модернизация, компенсация за годы недостатка инвестирования и сокращение отставания от передовых американских корпораций, которые заняли доминирующее положение в мире. Характер инвестиций, которые требовалось осуществить в целях восстановления и сокращения разрыва, был вполне очевиден. Требовался постепенно нарастающий темп инноваций. Как мы показали, с обеспечением подобных инноваций системы, основанные на личных взаимоотношениях, справляются весьма неплохо. Итак, поначалу без такой функции рынка, как руководство распределением ресурсов, можно было обойтись. Но с течением времени, когда инновации и закрытие неэффективных предприятий приобрели гораздо большее значение для мировой экономики, недостатки системы стали очевидны<sup>19</sup>.

В 1950 — 1960-е гг., на волне возрождения экономики, когда темпы роста были феноменальными, влиятельным кругам было легко договориться о разделе «пирога». Каждый год средств становилось все больше, так что все противоречия было легко устранить. Но с замедлением темпов роста дележка начала усложняться. Все больше требовали себе профсоюзы, государственные служащие, фермеры, учителя, студенты, пенсионеры, малоимущие... Компании открывали закрома, и издержки на зарплату поднимались все выше. Начали раскошиться правительства: колонки трансфертов и субсидий в государственных бюджетах в 60-е гг. заметно подросли: в развитых странах объемы выделенных на эти статьи средств увеличились с 9,7 % ВВП в 1960 г. до 15,1 % ВВП в 1970 г.<sup>20</sup> Последствием попыток корпораций и правительств удовлетворить возросшие требования своих сотрудников и граждан в рамках более ограниченных бюджетов стало повышение уровня инфляции<sup>21</sup>.

Новой проблемой для стран, уже отягощенных стагнацией и инфляцией («стагфляцией»), стало четырехкратное повышение цен на нефть странами ОПЕК в 1973 г. Многие отрасли пришлось подвергнуть реструктуризации. Но в условиях системы капитализма связей лишь немногие ценовые сигналы могут указать, какие фирмы заслуживают банкротства. Более того, данная система скорее направлена на то, чтобы спасать, а не закрывать предприятия, испытывающие трудности, — отчасти потому, что компании являются неотъемлемой частью системы социального обеспечения, а отчасти потому, что политическое влияние старых игроков весьма высоко. Экономике стран, в которых функционировала данная система, оказались ослабленными: они не могли ни получать информацию, на основе которой можно было решить, какие фирмы следует подвергнуть банкротству, ни осуществлять закрытие убыточных предприятий политическими методами.

В условиях замедления темпов экономического роста системе, основанной на личных связях, становилось труднее перераспределять ресурсы из находящихся в упадке отраслей в развивающиеся отрасли, вследствие чего внутри системы накапливалось напряжение, и ее эффективность постоянно падала. Но даже несмотря на это, система сохраняла высокий уровень стабильности. Ее существование было выгодно слишком многим, в том числе тем, кто не был объединен в группы или не имел права голоса, поэтому разрушение системы вследствие одних внутренних противоречий в тех странах, где она укрепилась, было маловероятным. Однако новый вызов, брошенный системе извне, инициировал изменения. Этим вызовом стал распад Бреттонвудской системы.

Благодаря Бреттонвудскому соглашению, объемы торговли увеличились, поэтому экономика стран — участников соглашения испытывала постоянно усиливающееся давление иностранной конкуренции. Однако попытка подавить международное движение капитала посредством данного соглашения в итоге не удалась, что еще более повысило уровень конкуренции. Причины провала Бреттонвудского соглашения заключались в том, что в тексте соглашения существовали лазейки, которые и дали капиталу шанс. Эти небольшие бреши со временем расширились и обрушили систему капитализма связей.

На переговорах в Бреттон-Вудс Кейнс предлагал ввести обязательный совместный контроль над движением капитала. Иными словами, если некий частный капитал французского происхождения в обход французской системы контроля окажется в США, то, по правилам совместного контроля, США будут обязаны передать его французским властям. Эти драконовские меры обеспечили бы непроницаемость системы контроля капитала. Однако со стороны американской делегации, особенно входящих в нее банкиров, было оказано давление, благодаря которому в итоговом варианте текста соглашения формулировка данного предложения оказалось размытой, а следовательно, нефункциональной. Это и была брешь в системе.

В конце 1950-х гг. в Лондоне был организован рынок, чьим основным достоинством была свобода от государственного вмешательства и контроля. Формирование рынка началось тогда, когда британское правительство, пытаясь защитить стоимость фунта стерлингов, ввело ограничения для британских банков на финансирование международной торговли вне зоны фунта стерлингов. Тогда банки удовлетворяли спрос на заемные средства и обошли систему контроля капитала, предлагая займы в долларах, обеспечивая их имеющимися долларовыми вкладами зарубежных вкладчиков. Так появился евродолларовый рынок — изначально рынок краткосрочных обязательств, на котором осуществлялись долларовые вклады и займы<sup>22</sup>.

Еще один стимул к развитию рынок получил во время Карибского ядерного кризиса, когда советские банки, беспокоясь, что их американские счета могут быть заморожены, перевели свои долларовые резервы в Лондон. Для британских финансовых ведомств, озабоченных слабостью фунта стерлингов и необходимостью поддержания контроля над капиталом, евродолларовый рынок являлся привлекательным способом восстановить позиции Лондона как мирового финансового центра, вследствие чего контроль над рынком не был жестким, а при необходимости ему предоставлялась правовая и направляющая поддержка.

Но, возможно, самую эффективную помощь рынку невольно оказали США. Когда в 1960-е гг. США начали иметь дефицит в платежном балансе, чтобы профинансировать войну во Вьетнаме, долла-



ровые вклады за пределами США резко увеличились. Чтобы предотвратить утечку долларов из страны еще более высокими темпами, американское правительство ввело налог на иностранные инвестиции для резидентов США на приобретение американскими гражданами зарубежных ценных бумаг. Налог повысил действующие годовые ссудные проценты для иностранных граждан в США на 1 процентный пункт<sup>23</sup>. В результате иностранные заемщики перешли на рынок евробондов.

В отчаянной попытке перекрыть утечку долларов США еще сильнее ужесточили меры по предотвращению предоставления займов иностранным гражданам. В 1965 г. были введены «добровольные» ограничения для американских банков на ссуды иностранным гражданам; в том же году эти ограничения были распространены на другие финансовые организации, а в 1968 г. они стали обязательными. Поначалу американские банки удовлетворяли зарубежный спрос на долларовые займы с помощью своих заграничных долларовых вкладов, таким образом, обходя систему контроля над капиталом. Но вскоре они обнаружили, что Еврорынок также может предоставить им возможность обойти такие внутренние ограничения, как резервные требования и предельные нормы процентных ставок по вкладам, установленные законодательством времен депрессии. Американские банки были не единственными, для кого Еврорынок оказался привлекательным. Многонациональным корпорациям он предоставил удобное место для содержания долларовых остатков прибыли, полученной за рубежом, — они могли больше не беспокоиться, что использование этих денег будет ограничено правительством.

Еврорынок процветал, несмотря на то, что временами он доставлял неудобства то США, то Великобритании. Он находился на британской территории, но в итоге основными его участниками стали американцы, поэтому ни одна из этих двух стран не могла закрыть его в одностороннем порядке. А поскольку обе страны соперничали за доминирующие финансовые позиции в мире и привлечение международных финансов, они не могли объединиться для совместных действий против Еврорынка.

С увеличением объемов международной торговли увеличились и объемы капитала, не имеющего национальной принадлежности. Мно-

гонациональные корпорации имели возможность задерживать или ускорять выплату или получение денег, а торговлю можно было искусственно завышать или занижать (импортирующая компания, желающая держать средства за рубежом, могла просто попросить поставщика выставить ей счет на сумму, превышающую реальную стоимость товаров, и разместить разницу на его имя на иностранном счете). Еврорынок предоставлял легальную площадку, куда и откуда мог перетекать капитал без помех со стороны национальных законодательных систем. Еще до формального распада Бреттонвудского соглашения, несмотря на официальное существование контроля над перемещением капитала, эти рынки могли предоставлять крупным компаниям финансирование не национального происхождения.

С повышением мобильности капитала государства начали терять контроль над некоторыми аспектами политики. В условиях режима фиксированных валютных курсов, предусмотренных Бреттонвудским соглашением, возможность государства устанавливать низкие процентные ставки и поддерживать определенные отрасли оказалась под угрозой: вкладчики могли перевести свои деньги на Еврорынок, а те, кому было отказано в государственном кредитовании, могли привлечь средства на этом рынке. Аналогичным образом, осложнялось регулирование экономики на макроуровне — подавление инфляции путем поддержания высоких процентных ставок, — если высокие процентные ставки обуславливали приток капитала из-за рубежа.

В 1971 г. распалось Бреттонвудское соглашение, когда американское правительство приостановило свое обязательство конвертировать доллары в золото по цене 35 долларов за унцию. Причины распада соглашения не существенны для нашего исследования; важно то, что его конец ускорило международное движение капитала. В ответ другие страны — участники соглашения — призвали к общему ужесточению мер контроля над движением капитала, увидев ограничения своей свободы в проведении той или иной политики. Они также потребовали принять меры против евторынка, который они полагали базой для незаконной спекуляции. Но к тому времени США, увидев возможность вернуть себе утраченные позиции мирового финансового центра, стали активно поддерживать идею полной открытости границ.

Официальная точка зрения, выраженная в «Экономическом послании президента США Конгрессу» 1973 г., теперь состояла в следующем: «Ограничения оказывают искажающее воздействие, направлены ли они на торговлю товарами, услугами или активами (баланс движения капитала), и эту параллель следует отразить в нормативных правилах, которые будут регулировать реформированную международную валютную систему. Напротив, положения первоначальной [Бреттонвудской] системы предусматривали резкое различие между контролем над торговлей и другими текущими операциями и контролем над операциями с капиталом»<sup>24</sup>.

Международный капитал больше не был изгоем. Энтузиазм США основывался не только на принципиальных соображениях. Они четко видели возможность для своего финансового сектора играть роль промежуточного звена в распределении формирующихся крупных потоков капитала<sup>25</sup>. Американские представители вдохновенно проповедовали открытость на международных форумах, одновременно срывая попытки международного сотрудничества по контролю над потоками капитала. В условиях, когда страна с крупнейшей экономикой в мире не желала контролировать эти потоки, а на Еврорынке уже велась активная деятельность по проведению капитала через границы, у других стран не осталось выбора: им пришлось открыть свои границы. К концу 1980-х гг. большая часть развитых стран была открыта международному движению капитала.

Суть в том, что половинчатая открытость только торговым потокам, а не потокам капитала, предусматриваемая Бреттонвудским соглашением, которое предоставило возможность для государственного вмешательства и поставило внутренние финансовые рынки под контроль государства, была возможна только в условиях международного сотрудничества. Но так как некоторые страны предпочли привлекать к себе финансовый бизнес, сотрудничество распалось, и план развития торговли за счет финансового сектора в долгосрочной перспективе оказался нежизнеспособным.

Как и боялся Кейнс, формирование трансграничных потоков капитала заставляло государства соблюдать определенную дисциплину. Рассмотрим этот аспект подробнее. Иностранные инвесторы не столь

глупы, чтобы требовать полного единообразия государств или стран. В отличие от распространенных утверждений критиков, международные инвесторы не требуют, чтобы во всех странах были одинаковые системы социального обеспечения, законы о ценных бумагах, национальные брэнды, продукты питания, театральное искусство... Тем не менее они требуют, чтобы решения государства были прозрачными и обеспечивали интересы экономики страны — в конце концов, именно это в наибольшей степени придает инвесторам уверенность в надежности их вложений.

Государства постоянно жалуются на инвесторов-спекулянтов, осуществляющих краткосрочные вложения: они продают свои инвестиции и уходят из страны, не понимая политику правительства. Так же считают управляющие компаниями, жалуясь на то, что рынок их недооценивает. На самом деле, инвесторы гораздо сообразительнее, чем о них говорят. Их уход обычно сигнализирует о том, что политика правительства непрозрачна и направлена на удовлетворение определенных групп, объединенных общими интересами. Поскольку влияние иностранных инвесторов на политические круги страны незначительно, их единственным оружием в противостоянии такой политике, которая зачастую противоречит национальным экономическим интересам (и поэтому остается непрозрачной), является уход из страны. Дело не в том, что они чего-то не знают или не понимают, — дело в том, что они понимают ситуацию слишком хорошо.

Конечно, бегство иностранных инвесторов становится причиной стремительного падения валютного курса страны. Чтобы спасти положение, государство должно либо объяснить, почему его политика не является пагубной, либо изменить ее. В этом и заключается источник силы, воздействующей на государства. Страны, в которых действует система, основанная на личных связях, не могут продолжать направлять льготные кредиты крупным компаниям-фаворитам или способствовать картелизации целых отраслей. Такие действия оказывали отрицательное влияние на всю экономику в целом и были возможны только тогда, когда контроль над капиталом защищал и маскировал эти неправомерные действия.

Когда крупные компании перестали получать защиту, уровень конкуренции повысился, а инновации приобрели более существенное значение, как было описано в главе 3. Развитие как информационных и телекоммуникационных технологий, так и менеджмента означало, что темп корпоративной модернизации больше не может нарастать постепенно. Ярко проявилась неспособность системы, основанной на личных связях, стимулировать радикальные инновации, усугубив проблемы, которые мы уже отмечали: система не предоставляла относительно объективного способа распределения средств в условиях замедления темпов роста экономики и не обеспечивала оттока ресурсов из умирающих отраслей и компаний. Государства знали, что не могут всерьез рассматривать возможность одностороннего выхода из системы мировой экономики, учитывая ее потенциальный рост. Таким образом, они должны были либо повысить свою конкурентоспособность, либо наблюдать упадок национальной промышленности. В условиях, по крайней мере, трех ключевых недостатков системы, основанной на личных связях, они понимали, что им придется демонтировать обширную регулирующую инфраструктуру, которая обеспечивала существование системы, основанной на связях. И здесь финансовые рынки приобрели более существенное влияние.

Когда конкуренция приобрела легитимность, злонамеренное пренебрежение финансовыми рынками отошло в область истории. Один факт, который мы уже приводили в пример, хорошо демонстрирует весь комплекс явлений, сопутствующих заинтересованности власть предержащих в развитии инфраструктуры финансового рынка: количество стран (из выборки по 103 странам), которые приняли законодательные меры против инсайдерских торговых операций с ценными бумагами, увеличилось с 34 до 87 в 1990-е гг. Темпы увеличения количества таких стран были даже выше: они повысились с 9 до 38. А за введением такого законодательства во многих случаях последовало открытие экономики потокам капитала, что заставляет предположить: открытость была одним из факторов, способствовавших изменению законодательства<sup>26</sup>. Общемировой расцвет финансовых рынков в тот же период времени не является совпадением. Все, что для этого требовалось, — снятие политических барьеров.

## Влияние на экономическую стабильность

Стабильность, предоставляемая капитализмом связей, опиралась на отсутствие конкуренции, поэтому будет полезно рассмотреть, как распад системы повлиял на экономическую стабильность. Мы описали, как итальянская система поддерживалась субсидиями от государства, которое расплачивалось за них более высоким долгом, налогами и уровнем инфляции. Повышение степени мобильности международного капитала ограничило все эти источники государственного финансирования. Когда капитал может свободно перемещаться через границы, он, естественно, перемещается туда, где условия лучше. Поскольку крупный дефицит бюджета сигнализирует о высоком текущем и потенциальном уровне налогообложения и/или инфляции, капитал уходит из стран с низкой финансовой дисциплиной.

Конечно, первой реакцией на утечку капитала является рассмотрение возможности повторного введения контроля над капиталом. Но в условиях новой среды это проблематично. Во-первых, меры по контролю могут только остановить утечку внутреннего капитала, но не привлечь иностранный капитал. Напротив, они только отпугнут иностранных инвесторов, которым требуется ликвидность. Во-вторых, в условиях функционирования международных рынков капитала стране, открытой для торговли, трудно предотвратить бегство капитала. Занижение в отчетности объема экспорта и завышение импорта скоро становится национальным спортом. Любая попытка предотвратить подобную деятельность только повышает бюрократическое бремя для граждан страны, не прекращая утечку капитала. Итальянские студенты, как и один из авторов, хорошо помнят всевозможные бланки, которые нужно было заполнить в 1987 г., чтобы получить разрешение на приобретение иностранной валюты для оплаты взносов за подачу заявления о приеме в американские университеты!

В отсутствии сотрудничества в области контроля над капиталом одна страна не в состоянии в одностороннем порядке ограничить движение капитала. В итоге даже Италия была вынуждена отказаться от

мер по контролю капитала и урегулировать ситуацию с бюджетом. В Европе этот процесс стал политической необходимостью, поскольку заключенный в 1991 г. Маастрихтский договор обязал страны, вступающие в Европейский валютный союз, решить проблемы своего бюджета. Италии пришлось довести дефицит своего бюджета до уровня, не превышающего 3 % ВВП. Это дало итальянским политикам еще один повод «туже затянуть пояс». Но было бы неверно приписывать реформы в Италии только влиянию Маастрихтского договора. В мире, где капитал стал мобильным, у Италии не осталось другого выбора. Если бы Италия решила не присоединяться к еврозоне, ей было бы сложнее остановить утечку капитала, — потребовалась бы еще более жесткая финансовая дисциплина.

Когда бездонные до тех пор карманы правительства начали пустеть, система была вынуждена измениться. В 1991 г. были снижены размеры «временного» страхования по безработице, а на его выдачу и продление были установлены более жесткие лимиты. В 1992 г. такие государственные учреждения, как почтовая служба и система железнодорожного сообщения, были реформированы в корпорации. Эта реформа может показаться несущественной, однако нерентабельную корпорацию можно подвергнуть процедуре банкротства, а государственные предприятия больше не могли рассчитывать на то, что государство будет их спасать. Не только необходимость поддержания финансовой дисциплины ограничила вмешательство государства в экономику: Европейский союз стал налагать взыскания на страны, которые предоставляли компаниям субсидии. Государственные предприятия, в первый раз столкнувшись с перспективой дефолта, потеряли всякое желание «прибегать к последнему средству».

Были и другие изменения. В рамках реформ 1995 и 1997 гг. были снижены объемы пенсионных выплат и отменена возможность раннего выхода на пенсию. Чтобы минимизировать ущерб для наемных работников от пенсионной реформы, правительство разрешило работникам выбирать, куда вкладывать их пенсионные деньги, вследствие чего компании потеряли дешевый источник финансирования.

С исчезновением государственных субсидий, ранее сглаживавших все проблемы, неэффективность капитализма отношений стала

более очевидной. Работодатели, потеряв дешевый источник внутренних средств и возможность «сбрасывать» избыточную рабочую силу государству, начали лоббировать принятие законодательства, избавившего бы их от ограничений, с которыми они так долго мирились. Усилилась политическая поддержка правых партий, обещавших провести дерегуляцию. Правительство попыталось удовлетворить эти новые требования, совсем недавно предложив законодательные проекты, обеспечивающие компаниям большую гибкость в найме и увольнении работников.

В общем, экономика Италии, как и многих других стран, начала в большей степени опираться на рынок, стала более гибкой и эффективной. Это, конечно, нанесло ущерб крупной коалиции, которой была выгодна система, основанная на личных связях, — коалиция лишилась уютной стабильности прошлого. Но большая группа, которая оставалась вне системы и подавлялась ею, — потенциальные предприниматели, молодежь, иностранцы — теперь вступила в свои права. Уровень благосостояния общества, как мы видели в главе 3, повысился во многих отношениях, так как оно может свободно использовать таланты всех своих граждан, а не только привилегированного большинства, скованного ограничениями.

## Идеи против экономических сил

Подчеркивая фундаментальное значение экономических и политических сил как для возвышения и краха регулируемой экономики, так и для параллельного упадка и подъема рынка, мы обошли молчанием роль идей. Другие, напротив, рассматривают экономические события XX в. как войну идей: Кейнс против Хайека, Фридман и Стиглер против Маркса, и т. д. Сам Кейнс продемонстрировал, что он принадлежит к этому лагерю, когда написал: «Идеи экономических и политических мыслителей, и верные, и неверные, более могущественны, чем об этом принято думать. Поистине, немногое, помимо идей, правит миром. Практики, считающие себя свободными от любого идейного влияния, обычно являются рабами какого-либо покойного



экономиста. Облеченные властью безумцы, которые слышат в воздухе голоса, извлекают свое безумие из недавних писаний какого-нибудь университетского бумагомаараки... Рано или поздно идеи, а не тривиальные интересы оборачиваются добром или злом»<sup>27</sup>.

Мы не оспариваем существенную роль идей. Но в истории, как в разговорном жанре, синхронизация — это все. Политики, поддерживающие определенные идеи, приходят к власти только тогда, когда к этому сложились все предпосылки, и крупные предприниматели поддерживают их или противостоят им. Хайек написал книгу «Путь к крепостничеству», жестко критикующую идею регулируемой экономики, в 1944 г., но только с приходом к власти Маргарет Тэтчер в 1979 г. его идеи были поддержаны на правительственном уровне. Требовалось ли столько времени на их признание или просто не сложились обстоятельства?

Именно экономическая и политическая обстановка открывает дорогу таким харизматическим политикам, как Маргарет Тэтчер и Рональд Рейган. Рейгану ставят в заслугу два экономических достижения — дерегуляцию и обуздание инфляции. Однако дерегуляция авиалиний и перевозок на грузовиках была осуществлена при его предшественнике-демократе Джимми Картере. И именно Картер назначил будущего героя битвы с инфляцией Пола Волкера председателем Федеральной резервной системы. Мы хотели сказать, что движение в сторону рынков предшествовало появлению руководителя, который считается одним из спасителей рынков. Как показано в данной главе, возрождение рынков во многом связано со слабостью системы, основанной на личных связях: ее неспособностью распределять излишки, что ведет к повышению уровня инфляции, и перераспределять ресурсы, особенно в условиях сильного шока — такого, как резкий скачок цен на нефть в 1973 г. Одновременно повышение объемов международного движения капитала вследствие соперничества между Лондоном и Нью-Йорком за положение мирового финансового центра еще сильнее подчеркнуло неэффективность старой системы. Распад Бреттонвудского соглашения стал началом конца регулируемого капитализма, или капитализма связей.

Все вышесказанное не означает, что идеи не имеют серьезного значения. Когда складываются нужные обстоятельства, идеи предоставляют шаблон. У них есть и другие возможности применения: они обеспечивают налет академической респектабельности заранее заданной программе или видимость морального оправдания тому, что в других условиях было бы непростительно. Даже такому алчному монарху, как Филипп IV, пришлось подорвать моральный авторитет тамплиеров, прежде чем отобрать у них имущество, в противном случае население легко отказалось бы от своего «рационального невежества» и расценило бы действия короля как откровенную экспроприацию. Возможно, одним из уроков этой книги для читателя станет способность легче различать в антирыночных действиях корысть, прикрытую риторикой соблюдения общественных интересов.

Роль политиков также существенна. Немногие смогли бы с решительностью Маргарет Тэтчер противостоять радикальным профсоюзам или с убедительностью Рональда Рейгана превращать сложные вопросы в простые и вдохновляющие идеи. Но относить слишком много на их счет и слишком мало на счет экономических сил опасно. Например, многие желают замедлить движение мирового капитала путем построения новой глобальной системы наподобие Бреттонвудского соглашения. Они не отдают себе отчета в том, что свободный переток капитала является ключом к поддержанию высокого уровня либерализации, который они привыкли принимать как должное. Ограничение потоков капитала отбросит нас назад, ко временам капитализма связей. Этой опасности не осознают те, кто доверяет только нынешней генерации политиков и их склонности к идеям рынка, не отдавая должное экономическим силам, которые сделали их значимыми.

Стоит отметить еще один, последний момент. Для тех, кто находился внутри системы связей, мир был гораздо более безопасным. Некоторые развили это ощущение в масштабную критику рыночной экономики, утверждая, что она не предоставляет того же уровня защищенности<sup>28</sup>. В некоторых аспектах это, бесспорно, так. Ипсайдеры были в безопасности в силу своей привилегированности. Отчасти именно поэтому столь многие из них противостоят процессу разворачивания того, что обозначается термином «глобализация». Именно те

члены общества, которые находились вне системы, приписали на себя риск не только краткосрочной нестабильности экономики, но и неизбежного долгосрочного спада. Но, следовательно, в целом, с точки зрения и инсайдеров, и аутсайдеров, учитывая то, что в отсутствии изменений долгосрочная перспектива была бы печальной, не очевидно, что движение в сторону рыночной экономики повысило общий уровень экономического риска.

Иногда приводят более благовидный аргумент. Критики рынка утверждают: в условиях конкуренции наемным работникам не должно предоставляться никаких гарантий, что еще больше усиливает риск, которому они подвергаются в условиях рыночной экономики<sup>29</sup>. Логика рассуждений этих критиков — конкуренция требует, чтобы наемные работники постоянно находились под угрозой голода, в противном случае их активность снизится — дает очень невнятную картину наемной рабочей силы. Поскольку конкуренция стимулирует переход к «наилучшей» практике, данные критики полагают, что во всем мире неизбежно перейдут на практику стран с самым низким уровнем социального страхования. Эти идеи выражаются также в распространенном опасении, что «нечестная» конкуренция со стороны рабочей силы из развивающихся стран вынудит развитые страны снизить уровень социального обеспечения.

Это опасение не имеет под собой оснований, если отойти от средневекового взгляда на стимулы. Страх не является лучшим фактором мотивации — напротив, он весьма неэффективен, а в ряде ситуаций и губителен. Если работник меньше беспокоится о будущем, он может больше инвестировать в создание человеческого капитала, характерного для конкретной компании, и работать с большим энтузиазмом и творческой отдачей. Поэтому производительность страны, которая обеспечивает своим гражданам социальное страхование, будет выше. Поскольку производительность обеспечивает выигрыш в долгосрочной перспективе, конкуренция со стороны стран, не обеспечивающих стабильность своим гражданам, не должна непременно снизить до нуля уровень *социального* страхования в других странах. Несмотря на то, что конкуренция действительно усложняет предоставление некоторых форм неформального страхования, она ни в коем случае не отменяет любое страхование.

В развитых странах наемным работникам не приходится волноваться о том, что некоторые социальные гарантии, которыми они пользуются, могут на самом деле быть чрезмерными, приобретенными в результате крупной сделки с системой, основанной на личных связях, когда рынки были гораздо менее конкурентными. Конечно, некоторые из этих гарантий могут оказаться под давлением конкуренции со стороны рабочей силы из развивающихся стран, которое, однако, не отличается от давления на чрезмерно высокие зарплаты.

Тем не менее возникает проблема: многие элементы наших систем социального страхования приспособлены под условия другого мира — мира регулируемой конкуренции. Рыночная экономика действительно привносит ряд рисков, не присущих системе, основанной на личных связях. Как подготовить граждан справляться с этими новыми источниками нестабильности в своей жизни — это тема двух следующих глав.

## Резюме

Мы прошли полный круг. В первой части книги мы описали изменения финансового сектора в течение последних десятилетий и их влияние на жизнь людей. Затем мы задались вопросом, какие обстоятельства помогли финансовой системе преодолеть политические ограничения, которые сдерживали ее развитие. Рассмотрев, как происходило развитие финансового сектора, мы выдвинули предположение, что его можно обратить вспять, и описали обстоятельства, в которых это и произошло в 1930-х гг. В этой главе мы описали систему, основанную на личных связях, которая сформировалась, чтобы предоставить гарантии стабильности, требуемые гражданами после Великой депрессии. Эта система была выстроена в спешном порядке, чтобы удовлетворить срочные требования, без учета долгосрочной перспективы. Изначально система работала хорошо, но она оставалась неизменной до тех пор, пока ее недостатки не стали очевидны. Она не смогла прореагировать ни на макроэкономические изменения конца 1960-х — начала 1970-х гг., ни на возрождение финансовой системы и междуна-

родной конкуренции, и поэтому отошла в область истории во многих странах.

Урок, который мы извлекли из вышеописанного, состоит в том, что рынки не всемогущи. У рынков есть свои слабые стороны, поэтому антирыночные коалиции могут сформироваться и набрать силу. Возрождение финансовых рынков в последние годы во многом было обусловлено случайным сочетанием макроэкономических проблем, которые подчеркнули недостатки системы, основанной на личных отношениях. Более того, восстановление рынков осуществилось лишь после десятилетий фактического подавления их функционирования. Хорошая новость заключается в том, что «запрет» конкуренции требует согласованных усилий самых влиятельных государств, поэтому мы можем положиться на то, что национальные интересы отдельных стран в итоге помешают такому сотрудничеству. Плохая новость заключается в том, что конкуренция может прекратиться на долгое время. Нам нужно позаботиться о том, чтобы укрепить оборону рынка. Но сначала мы должны понять, откуда сегодня исходит угроза для рыночной экономики. Этому посвящена следующая глава.



## ЧАСТЬ IV

# КАК СДЕЛАТЬ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ БОЛЕЕ ПОЛИТИЧЕСКИ УСТОЙЧИВЫМИ?





## ГЛАВА 12

# С чем предстоит столкнуться?

Уже почти два века ученые и политики спорят о будущем капитализма. Его критики, наиболее выдающимся из которых был Карл Маркс, считали капитализм нестабильным по своей природе, полным противоречий, которые должны были привести его к краху. Сторонники капитализма считают его лучшим способом распределения средств и вознаграждений. Некоторые даже намекают, что демократическое капиталистическое общество является не просто ступенью в исторической эволюции экономических систем, но ее финальным этапом<sup>1</sup>. В середине находятся все те, кто ищет «третий путь» — более мягкую форму капитализма или более рыночно ориентированную форму социализма.

Наш взгляд, изложенный в этой книге и во многом основанный на устоявшейся традиции Чикагского университета, имеет общие моменты со всеми вышеперечисленными позициями, хотя не совпадает полностью ни с одной из них. Мы действительно полагаем, что капитализм, — который сегодня правильнее было бы называть системой свободного предпринимательства, — в своем идеальном варианте является самой лучшей системой распределения средств и вознаграждения. Но формы, которые принимает капитализм в большинстве стран, весьма далеки от идеала. Это искаженный вариант капитализма, где влиятельные круги не дают конкуренции играть ее естественную роль. Большая часть обвинений в адрес капитализма (он эксплуатирует ра-

бочих, создает частные монополии, служит для богатых инструментом увеличения своего состояния) относится к существующим коррумпированным неконкурентным системам, а не к истинной системе свободного предпринимательства.

Тем не менее это не может служить аргументом в защиту капитализма, точно так же, как социалисты не вправе утверждать, что практически неизбежное превращение социалистических режимов в репрессивные и клептократические не свойственно системе, но является искажением. Если социализм основан на ошибочной вере в способность человека к совершенствованию, в то, что человек может преодолеть свой узкий индивидуализм и стать открытым социальным существом, тогда, может быть, капитализм точно так же основан на ошибочной вере в способность рынков к совершенствованию, в то, что рынки могут преодолеть узость интересов своих участников и остаться свободными?

Мы не считаем, что капитализм ошибочен в своей основе, так как полагаем, что для того чтобы рынки оставались свободными, им можно оказать политическую поддержку. Большая часть книги посвящена обоснованию необходимости такой поддержки: процветание рынков невозможно без четко различимой роли государства, необходимой для того, чтобы сформировать и поддерживать инфраструктуру, которая обеспечит участникам рынка возможность осуществлять операции свободно и с уверенностью. Но кто заинтересован в том, чтобы добиваться государственной поддержки рынка? Даже если все коллективно получают выгоду от более качественных товаров и услуг и равенства доступа, предоставляемых конкурентными рынками, то от поддержания конкурентности системы и равенства правил игры огромных прибылей не получает никто. Таким образом, у всех появляются стимулы получить выгоду за чужой счет, не участвуя самим в защите системы. Конкурентный рынок — это форма общественного блага (которое, как воздух, полезно, но за него трудно взять плату), и, что отчасти парадоксально, для его поддержания требуются коллективные действия.

Учитывая зависимость демократического капитализма от политической поддержки, его самая главная проблема заключается не в том, что он может разрушить сам себя экономическим путем, как считал Маркс, а в том, что он может потерять политическую поддержку. Са-

мыми серьезными политическими врагами капитализма являются не пылкие профсоюзные деятели, желчно критикующие систему, а руководители в деловых костюмах, даже своим дыханием превозносящие достоинства конкурентных рынков, но каждым своим действием пытающиеся их уничтожить. Адам Смит признавал непоколебимую тенденцию к подавлению конкуренции, когда писал: «Люди, занимающиеся коммерцией в одной области, редко встречаются друг с другом, даже для отдыха и развлечений, но при встрече их разговор обязательно завершается заговором против общественности или хитроумным планом по повышению цен»<sup>2</sup>. К сожалению, слишком часто и слишком во многих странах государство оказывает помощь заговорщикам, приводя в исполнение ограничения конкуренции.

Эти ограничения лучше всего проявляются в подавлении финансовых рынков во многих странах на протяжении большей части истории. Свободные финансовые рынки не только представляют собой проблему для влиятельных финансистов, но и порождают конкурентов для влиятельных промышленников — следовательно, возникает необходимость либо их прямого подавления посредством законодательных актов, либо поддержания низкого уровня развития нужных для рынка институтов.

Маркс и Энгельс также понимали, что капиталисты заручатся поддержкой государства для укрепления своих позиций, когда писали в «Коммунистическом манифесте», что государство по сути своей является «комитетом для решения общих дел всей буржуазии». Но Маркс полагал, что данная проблема свойственна только буржуазной демократии и решится сама собой в социалистическом государстве. К сожалению, социалистическая революция лишь поменяла состав элиты и усилила ее, уничтожив не только экономическую конкуренцию, но и любое подобие политической конкуренции.

Учитывая все вышесказанное, капитализм свободного предпринимательства не является финальным этапом детерминистского процесса эволюции. Лучше представлять его в виде хрупкого растения, которое постоянно требуется оберегать от сорняков — крупных корпораций. Нужно выяснять, где могут в будущем прорасти сорняки, так как это поможет нам принять необходимые меры защиты.

Рынку угрожают две различные группы: влиятельные круги, которые хотят сохранить свои позиции и поэтому имеют сильные стимулы подавлять все потенциальные источники конкуренции, и обездоленные, которые хотели бы изменить правила игры, ставшие причиной их неприятностей. Долгосрочная устойчивость свободного рынка зависит от снижения стимулов каждой группы действовать против рынков и ограничения их шансов на успех, если им все-таки удастся что-либо предпринять.

Для того чтобы ограничить шансы крупных корпораций на успех, нужно не расширять власть государства, а сужать его возможности принятия неэффективных экономических мер, направленных на поддержку меньшинства за счет большинства граждан. Аналогично тому, как неэффективные экономические объединения вынуждены повышать свою производительность в условиях конкуренции, государство можно заставить действовать более эффективно — не столько посредством конкуренции на политической арене, где активное меньшинство может организовать противостояние воле большинства даже в условиях демократии, сколько вынудив его субъектов конкурировать в области экономики. Сильным инструментом в достижении этого может стать открытость границ торговым потокам и особенно потокам капитала. В этом случае капиталисты в стране почувствуют влияние плохой правительственной политики и начнут поддерживать хорошую рыночно-либеральную реформу. Переход многих стран за последние 30 лет от централизованно регулируемой экономики, державшейся на личных связях, с жестко контролируемым финансовым сектором к рыночной экономике с динамично развивающимися финансовыми рынками можно отнести на счет увеличения и объемов торговли, и международных финансовых потоков во всем мире.

Но открытые границы сами порождают себе политическую оппозицию. Научно-технический прогресс и повышение уровня международной конкуренции создаст совершенно новые категории обездоленных. Можно ли сдерживать политическую оппозицию? Каковы будут самые серьезные политические вызовы рынкам? Эти вопросы мы и рассмотрим в данной главе.

## Можно ли сдерживать группы, объединенные общим интересом?

Прежде чем перейти к описанию будущих вызовов, рассмотрим пример того, как экономические институты могут, изменившись, устранить стимулы объединенных общими интересами групп совместно выступать против рыночных сил. Взглянем на эволюцию американского кодекса о несостоятельности и банкротстве в XIX в. Экономическая роль закона о банкротстве состоит не только в том, чтобы предоставить кредиторам механизм, с помощью которого они могли бы получить назад свои деньги, но и в том, чтобы обеспечить должникам форму страховки, избавляя их от части долга, когда он становится чрезмерным. Когда долги заемщика становятся настолько велики, что вероятность расплатиться с ними становится низкой, у него будет мало стимулов прилагать усилия к зарабатыванию денег, поскольку каждый заработанный тяжелым трудом доллар получают кредиторы. В таких ситуациях и должникам, и кредиторам будет выгоднее, если часть долга простить или реструктурировать посредством процедуры банкротства. Должники получают стимул лучше работать, если поймут, что определенный шанс расплатиться с долгами и сохранить свое дело существует, а кредиторы вернут хотя бы часть своих денег, тогда как в противном случае они не получили бы ничего.

Современный кодекс о банкротстве предоставляет механизм, посредством которого можно облегчить положение должников. С помощью такой гибкости, что несколько парадоксально, законодательство о банкротстве двумя способами повышает безопасность собственности. Во-первых, оно защищает собственность кредиторов, позволяя им учитывать в изначальной ставке по кредиту вероятность того, что им придется простить часть долга. Во-вторых, они устраняют любую необходимость политической самоорганизации должников с целью произвольного списывания долгов, что также повышает безопасность собственности и неприкосновенность соглашений.

Но в Америке начала XIX в. контрактное право еще не было развито в такой степени, чтобы должник мог просто заявить о своей

несостоятельности и не выплачивать долги. Информация о должниках была скудной, строгий контроль над ними могли осуществлять немногие организации, рынки изъятых за неплатежи активов в условиях еще только формирующейся экономики были ограничены, а большие размеры страны предоставляли должникам прекрасную возможность, переехав, избавиться от своего прошлого. Если бы действовали мягкие законы о банкротстве, то у должников было бы меньше желания платить, кредиторы поднимали бы процентные ставки, чтобы скомпенсировать свои потери, и лишь немногие предприятия могли бы себе позволить получать финансирование таким образом. Кредитование бы прекратилось, а экономическая активность бы сократилась.

В результате на протяжении почти всего XIX в. до принятия Закона о банкротстве 1898 г., который сформировал базу для ныне действующего закона, в США не было формального федерального законодательства о банкротстве и несостоятельности. Вместо этого в периоды серьезного экономического кризиса число разорившихся должников возрастало, а тяжесть их печального положения усугублялась. Один современник описал кризис 1837 г. так: «Общество сделало свою последнюю ставку и проиграло. У молодых нет надежды. Взрослые без дела слоняются по улицам. Никто не призывает нас к труду... Нынешнее поколение, обанкротившись, потеряло как принципы и надежду, так и имущество»<sup>3</sup>. Политическое давление со стороны обездоленных вынудило Конгресс принять меры. На протяжении большей части XIX в. в ответ на тяжелые условия для бизнеса принимались федеральные законы о банкротстве, но вскоре их отменяли. Закон о банкротях 1800 г. был принят вскоре после торговых потерь в войне с Францией 1799 г. и отменен в 1803 г.<sup>4</sup> В 1841 г. принятие Закона о банкротях последовало за великой банковской паникой 1837 г. и начавшейся в ее результате депрессией. В 1843 г. его отменил тот же самый Конгресс, который его принял<sup>5</sup>. Закон 1867 г. был принят, когда после войны Севера и Юга начался спад; впоследствии в него внесли множество поправок и, наконец, в 1878 г. отменили.

Воспользоваться законами о банкротстве сумело значительное количество людей. Например, законом 1841 г. воспользовалось 33 739 человек, и более 90 % из них было освобождено от выплаты долгов.

Общие объемы этих долгов составили около 440 млн долл. — огромная сумма в сегодняшних деньгах<sup>6</sup>.

Кредиторы часто пытались противостоять освобождению от долгов политическими методами, но политики понимали, что в отсутствии законов о банкротстве последствия были бы гораздо хуже. Во время дебатов по освобождению от долгов в 1821 г. сенатор от Массачусетса Харрисон Отис восклицал: «Чего следует ожидать, когда их число возрастет и они начнут принимать серьезные спланированные меры, чтобы активными усилиями добиться освобождения от долгов после получения отказа на их петиции? Что может быть более страшным, дурным предзнаменованием для богатых собственников и самого правительства, чем самоорганизовавшиеся корпорации должников во всех крупных торговых городах, объединившиеся в один огромный союз, чтобы повлиять на результаты выборов! Какое состояние дел более опасно, чем всеобщее объединение должников всех классов, частных и государственных, с целью добиться свободы через содействие людей, избранных в Конгресс лишь по их рекомендации?»<sup>7</sup>.

Частные контракты не могли обеспечить требуемый уровень снисходительности в трудные времена, и поэтому в дело вмешались политики, предоставив возможность отказа от выплаты долгов в случае, если пострадавших было слишком много. Но если один должник не мог расплатиться с кредиторами в более нормальные времена, он оставался на произвол судьбы. Что более важно, практически все время соблюдались права собственности и присутствовали стимулы, предоставляемые частными контрактами.

Но периодическое нарушение прав кредиторов не было панацеей. Не было гарантий, что объединившиеся должники перестанут отказываться от своих обязательств по выплате долгов. Мятеж должников мог распространиться на другие формы собственности. Предоставить освобождение от уплаты долга согласованным политическим группам было равноценно игре с огнем.

В итоге появилось более приемлемое решение. С развитием финансовых рынков и организаций такие информационно-коммуникационные технологии, как телеграф, объединили страну (и поэтому должники уже не могли скрыть свое банкротство, например, уехав на

запад), а уровень ликвидности на рынках активов повысился, и кредиторы получили больше возможностей контролировать предоставленные ими займы и получать выплаты. Стало возможным смягчить условия на постоянной основе. Именно поэтому в законодательстве, разрабатывавшемся в XIX в., наблюдалась следующая тенденция: законы о банкротстве, пусть даже временные, становились все более благоприятствующими должникам — все большее их число подпадало под действие законов, а освобождение от долга распространялось на все большие суммы<sup>8</sup>.

Суть в том, что существуют решения, которые помогают поддерживать раздельное сосуществование сферы рынков и политической сферы, одновременно учитывая требования и той, и другой. Рассматривая некоторые из будущих вызовов, которые мы опишем ниже, важно разработать творческие методы улаживания скрытого конфликта между свободными рынками и политикой, чтобы одно не разрушило другое.

Однако, чтобы обдумать решения, нам нужно рассмотреть вызовы более подробно. К этому мы и обратимся.

## Политическая среда и будущие вызовы

Недавние корпоративные скандалы и признаки обширных конфликтов интересов между агентами, поддерживающими доверие на рынке, — такими, как бухгалтеры, инвестиционные банкиры и аналитики — вынуждают людей возвращаться к старым вопросам: действительно ли существует две модели рыночной экономики, одна для самых богатых, а другая для всех остальных. 735 млн долл., заработанных Гэри Уинником, руководителем «Global Crossing», когда его компания шла к банкротству; 112 млн долл., полученных Джеффом Скиллингом, президентом «Enron», в течение 3 лет до краха компании, последовавшего за обвинением в махинациях с отчетностью; 240 млн долл., заработанных Деннисом Козловски из «Тусо», прежде чем он был уволен и обвинен в мошенничестве — все это подрывает веру людей в справедливость и честность рынка. Дело не в том, что



людей заботит имущественное неравенство: лишь немногие американцы сомневаются в том, что огромные заработки таких спортивных звезд, как Майкл Джордан и Тайгер Вудс, заслужены. Им очевиден выдающийся талант Майкла Джордана, и они согласны с тем, что он получает то, чего заслуживает. В годы бума это распространялось и на корпоративную Америку. Но корпоративные катастрофы, наподобие краха «Enron» и «Global Crossing», подорвали веру в то, что руководство корпораций заслужило свои заработки, или в то, что финансовые аналитики действительно разбираются в акциях, которые призывают покупать. На смену вере пришли зависть и негодование. Как мы видели, именно в таких условиях общественного недоверия к рыночным силам антирыночным силам проще скоординировать свои действия.

Общественное негодование в условиях нынешнего экономического спада подпитывает более сильное недоверие к рынкам, выраженное в антиглобалистском движении. Отчасти это движение представляет собой старый протекционизм в современной маскировке, но многие группы, вовлеченные в данное движение, искренне считают глобальные рынки несправедливыми. Не все эти группы понимают, против чего они выступают. Некоторые стремятся к тому, что, как кажется, вытесняет современная экономика (время, дружба, семья, общение и т. д.) и что она разрушает (открытые пространства, незагрязненная окружающая среда и т. д.). Они боятся перемен, а глобализация, к сожалению, является самой очевидной и стремительной формой недавних изменений. Более проникательные антиглобалисты понимают, что проблема заключается не в самой глобализации, а в неадекватной инфраструктуре, с помощью которой страны пытаются справиться с некоторыми отрицательными последствиями глобализации. Но выступать единым фронтом против глобализации проще, чем сосредоточиваться на более приземленной задаче укрепления инфраструктуры.

Политики уже реагируют на спад естественным образом, воздвигая тарифные барьеры и предоставляя внутренние субсидии, что является не просто близорукостью, но и полным пренебрежением уроками истории. За введением тарифов на сталь в США последовал законопроект о фермерских хозяйствах, который значительно увеличивает уровень субсидий сельскохозяйственному сектору. Это неизбежно воз-

мутит развивающиеся страны, которые с готовностью отказались бы от любой помощи со стороны развитых стран, если бы последние перестали потакать своим сельскохозяйственным секторам. Развивающиеся страны ответят на данный законопроект отказом снижать свои тарифные барьеры, ибо, к сожалению, как показывает история, протекционизм заразителен.

Наступил опасный период «похмелья» — утро после экстаза бума. После краха многие чувствуют себя преданными и требуют принять меры против рынков. Даже когда спад прекратится, что рано или поздно непременно произойдет, появятся новые вызовы, которые станут причиной серьезных проблем в обществе. Меньшинство сможет использовать их для сдерживания развития рынка, поэтому надо понять их природу.

## Научно-технический прогресс

Веками технология создавала новую продукцию и новые производственные методы, вследствие чего навыки работников устаревали. Проблемы, порожденные научно-техническим прогрессом, не новы, но темпы их роста стремительно ускоряются. Более того, сейчас под их влияние попадают профессии, методы работы которых веками не подвергались изменениям. Те, кто оказывается затронут этими проблемами, еще не научились бояться за свои рабочие места, и поэтому их политическое влияние будет тем более жестким.

В условиях постоянного усложнения вычислительной техники и программного обеспечения компьютеры начинают выполнять не только тривиальные задачи, но и сложные, до сих пор требовавшие многолетнего опыта. Например, черчение раньше составляло значительную часть работы архитектора. Дизайнерские программы сделали этот навык практически несущественным. Старые архитекторы оказываются в проигрышном положении по сравнению со своими молодыми коллегами, которых научили использовать программы как неотъемлемую часть дизайнерской работы. Даже если старые архитекторы больше не занимаются черчением, их способность руководить и натаскивать сво-

их молодых коллег заметно уменьшилась. В гонке за карьерным ростом целое поколение не смогло взять барьер.

Другие рабочие места исчезают, потому что у покупателей теперь есть доступ к информационным технологиям и технологиям по осуществлению сделок, которыми раньше владели только посредники. Биржевые брокеры использовали свой привилегированный доступ к аналитическим докладам, чтобы переманить к себе клиентов, с которых получали крупные посреднические гонорары. Теперь интернет-брокеры предоставляют клиентам всю необходимую аналитику и взимают минимальные комиссионные. Туристическим агентствам тоже все сложнее вести бизнес, так как у клиентов не только имеется доступ к той же самой информации — зачастую авиакомпании и гостиницы напрямую предлагают им более выгодные цены. Это не значит, что брокеры и агенты бюро путешествий скоро переведутся, но многие из них потеряют работу, а остальные будут работать совсем не так, как раньше.

Технология также оказывает эффект дифференциации внутри профессий. Возьмем нашу собственную профессию — преподавание в университетах. Используя новые коммуникационные технологии, один талантливый преподаватель может учить множество студентов по всей стране. Технология повысит спрос на таких преподавателей-суперзвезд, но снизит спрос на просто хороших педагогов, а спрос на посредственных преподавателей просто прекратится. Преподавание ведется одними и теми же методами на протяжении тысячелетий, и носители этой профессии не боятся оказаться ненужными даже во время самых сильных депрессий. Но это изменится. В условиях новой экономики спрос на образование повысится, но не всем нам найдется в ней место.

Вследствие технологического развития не только быстро устаревают определенные умения и навыки, но и появляются совершенно новые источники обнищания. С продвижением исследований в области генетики ученым будет проще выявлять тех, для кого высока вероятность умереть от определенной болезни в молодом возрасте. Это знание дает важные преимущества: оно предупреждает людей о тревожных признаках и дает возможность врачам раньше поставить диагноз и начать лечение. Но тем, чья предрасположенность к серьезным за-

болеванием будет выявлена, будет сложно сохранить работу, для которой требуется длительное обучение со стороны работодателя, получить страховку или даже поддерживать нормальные социальные взаимоотношения.

Представьте, что вы получили плохие новости из медицинской лаборатории: у вас генетическая предрасположенность к неизлечимой болезни, лишаящей трудоспособности. Сейчас вы можете хорошо себя чувствовать, но ваши экономические перспективы унылы. Вам нечего терять, а попытавшись исправить ситуацию посредством политических действий, вы можете получить все. Если вы объединитесь со своими товарищами по несчастью, вы станете серьезной политической силой просто благодаря своей численности. Маловероятно, что вы удовлетворитесь подачками, если существует возможность запретить технологию выявления болезни (просто предоставить людям право не раскрывать информацию о своей болезни все равно не оставит им никаких шансов: при тщательном обследовании болезнь будет обнаружена, при этом тех, кто не будет раскрывать информацию о своем физическом состоянии, будут автоматически считать предрасположенными к болезни). Если вы добьетесь запрета данной технологии, вы восстановите прежний статус-кво — и ваше беспокойство о получении медицинской страховки и хорошей работы испарится. То, что проиграет общество, а фармацевтические компании не получают данных, чтобы помочь будущим поколениям, не будет вас заботить — в конце концов для большинства пострадавших выгода пересилит любые альтруистические чувства.

Опасение, что на использование полезных новых технологий могут быть наложены политические ограничения, не является беспочвенным. 21 штат США уже запретил использование генетических карт при приеме на работу, несмотря на то, что полемика по данному вопросу и сами генетические технологии все еще находятся в зачаточном состоянии.

## Конкуренция со стороны развивающихся стран

Еще один вызов исходит от ранее отдаленных земель. Китай и Индия, чье население сегодня составляет более 2,5 миллиардов человек, наконец пришли в движение. Еще никогда в истории такое множество людей не богатело такими темпами. С одной стороны, во многом жители этих и других развивающихся стран увеличивают глобальный экономический пирог; с другой стороны, они конкурируют за рабочие места, где могут трудиться более эффективно и за меньшее вознаграждение, что породит серьезные проблемы, требующие решения.

Вызов со стороны развивающихся стран отчасти связан с вызовом со стороны технологии, поскольку технологическое развитие порождает конкуренцию в секторах, которые до того были от нее застрахованы. Рассмотрим следующий пример: типичная нью-йоркская секретарша примерно столь же образована и работает примерно с той же эффективностью, что и типичная секретарша в индийском городе Мумбай. Обе они используют одинаковые программы для работы с текстами и презентациями, факсы и программы электронной почты. Однако нью-йоркская секретарша получает примерно в 13 раз больше, чем ее коллега из Индии<sup>9</sup>. Отчасти разница в зарплате обусловлена разницей в стоимости жизни в Нью-Йорке и Мумбае. Но даже с учетом этого индийская секретарша зарабатывает лишь часть того, что получает американская секретарша. Причина таких различий в том, что до сих пор работа секретаря не подвержена иностранной конкуренции. Иммиграционный контроль и, возможно, привязанность к родному городу не дают индийской секретарше попасть в Нью-Йорк. Таким образом, ее готовность работать за меньшую зарплату никак не влияет на заработки американских секретарей.

Это не означает, что уровень зарплаты секретаря устанавливается произвольно. Как и уровень всех цен, он определяется на основе спроса и предложения. Одним из факторов, определяющих спрос на секретарей, являются их альтернативные возможности трудоустрой-

ва. Предположим, что в качестве альтернативы секретарь может устроиться сталеваром. Существует мировой рынок стали (при условии, что он не будет закрыт вследствие протекционистской политики), поэтому ни в одной стране работодатели не могут себе позволить платить сталеварам больше их предельного вклада в продукт. Американским сталеварам платят гораздо больше, чем их индийским коллегам, потому что первые работают гораздо более продуктивно. Таким образом, поскольку производительность американского сталевара выше, американской секретарше платят больше вне зависимости от ее собственной производительности. Следовательно, американская секретарша получает высокую зарплату, потому что является скудным ресурсом — рабочей силой. Но скудным ресурсом секретарский труд является в США, а не во всем мире. И технология повышает вероятность привлечения работников любых квалификаций вне зависимости от расстояния.

С падением издержек на коммуникацию житель Чикаго, позволив, чтобы подать жалобу по поводу счета за коммунальные услуги, с равным успехом обнаружит на том конце провода и американца, и женщину средних лет из Манилы, столицы Филиппин. В прошлом деятельность, требующую высокого уровня человеческого капитала, например работу с жалобами клиентов, требовалось осуществлять на месте, поэтому замещение американцев иностранцами можно было ограничить с помощью иммиграционного контроля. Очевидно, что сейчас использовать его для сохранения за американцами рабочих мест, связанных с ответом на телефонные звонки, невозможно.

Не все рабочие места подвергнутся риску. Но за наиболее рутинную работу, на которой обычно было занято большинство людей, конкуренция будет напряженной. Со временем, когда иностранцы приспособятся к местным стандартам, вырастет уровень конкуренции за более квалифицированную деятельность. Крупные компании все еще будут нанимать партнеров из больших бухгалтерских фирм, чтобы получать советы по тайным стратегиям минимизации налогов, но владелец малого предприятия будет работать через интернет с индийским или китайским бухгалтером, изучившим законы США. Русский врач сможет лечить больного через интернет за часть цены, которую назначил бы за аналогичные действия западноевропейский врач. Конечно,

поначалу на пути таких трансграничных сделок будут воздвигнуты барьеры, но как только уровень доверия повысится, естественных препятствий подобной деятельности, мы полагаем, не будет. Собственно говоря, один из нас является директором мадрасской компании, которая предлагает индивидуальную помощь в приготовлении домашних заданий по математике в реальном времени студентам в Сингапуре и Великобритании. Привлечь клиентов во многом удалось благодаря тому, что поддержку предприятию в рамках своей программы помощи по математике оказал Кембриджский университет, предоставив необходимую сертификацию.

Короче говоря, работники в таких «торгуемых» отраслях, как производство стали, десятилетиями сталкивались с иностранной конкуренцией и приспособились к ней, в то время как в «неторгуемых» секторах услуг с ней никогда не встречались. Сейчас работники в этих секторах получают за свой труд вознаграждение сверх того, что бы они зарабатывали на мировом конкурентном рынке. Повышение уровня конкуренции поставит эти заработки под угрозу. Следовательно, так же, как и сталевары, эти новые жертвы конкуренции будут объединяться, чтобы попытаться ее заблокировать. Но в отличие от ситуации с материальными товарами, в данном случае пограничный контроль будет неэффективным. Поэтому, если обездоленные из сектора услуг объединятся, они будут требовать принятия гораздо более агрессивных мер по ликвидации иностранной угрозы.

У них будут сильные стимулы к подобным действиям, поскольку на карту будут поставлены их средства к существованию. Когда рабочего увольняют вследствие спада, являющегося этапом экономического цикла, он не без оснований надеется снова получить работу со сменой цикла. Когда же он теряет работу потому, что его отрасль технологически устарела или иностранная конкуренция вызвала закрытие предприятия, то на свое рабочее место он уже не вернется. Эти новые риски создают новую разновидность обездоленных. В прежние времена обездоленные сохраняли веру в рынок до тех пор, пока получали достаточно компенсаций, чтобы переждать экономический спад. Сегодня безработному, чья карьера оказалась разрушена, нельзя вернуть веру в будущее подачками. Ему нужно вернуть надежду и жизненные силы, и временными субсидиями здесь обойтись нельзя.

## Страх перед развитыми странами

В то время как развитые страны боятся конкуренции со стороны дешевой, квалифицированной и образованной рабочей силы из развивающихся стран, последние боятся, что их промышленность будет мгновенно стерта с лица земли производящими глобальные бренды многонациональными корпорациями, чья стратегия отточена на рынках с высоким уровнем конкуренции и которые имеют доступ к дешевой энергии и капиталу. Как рабочие развитых стран считают нечестной конкуренцию со стороны дешевой рабочей силы из третьего мира (вне зависимости от того, насколько их страх замаскирован под озабоченность рабочими условиями и размерами заработной платы представителей развивающихся стран), так и владельцы и управляющие компаний в странах третьего мира полагают несправедливым более высокое качество инфраструктуры в развитых странах. На самом деле, каждая сторона имеет источник сравнительного преимущества, который поможет ей участвовать в конкуренции. А в мире открытых границ каждая сторона сможет получить выгоду от сильных сторон другой: развитые страны получают доступ к дешевой рабочей силе, а развивающиеся — к инфраструктуре. Но в краткосрочной перспективе все это означает появление обездоленных, к чему развивающиеся страны подготовлены хуже, чем развитые.

В некоторых развивающихся странах еще не сформировались предпосылки к соблюдению прав собственности или созданию рыночной инфраструктуры. Собственность сильно концентрирована в форме крупных феодальных земельных владений или монополий, особенно в добывающих отраслях. Эти страны не просто не могут справиться с неустойчивыми конкурентными рынками: в интересы доминирующих в данных странах политических групп не входит создание соответствующей инфраструктуры.

Но даже в тех странах, где существуют крупные и легко управляемые производственные секторы и секторы услуг, политическая поддержка конкурентному рынку не гарантируется. Причина проста.



Слишком многие компании в данных странах являются неконкурентоспособными. Неэффективные компании имеют больше стимулов лоббировать свою защиту — не только потому, что не могут себе позволить столкнуться с конкуренцией, но и потому, что у них нет перспектив расширения рынка для собственной продукции. Это не просто теоретическое рассуждение. Наиболее активными лоббистами протекционизма в сталелитейном производстве США являются более крупные и старые, при этом менее передовые и рентабельные компании, топ-менеджеры которых имеют продолжительный стаж работы<sup>10</sup>.

Одной из причин неэффективности многих компаний в развивающихся странах, несмотря на наличие дешевой рабочей силы, является то, что долгое время они были защищены от внутренней и внешней конкуренции. Столь же существенной причиной является то, что руководство этих фирм не является самым талантливым из возможных.

Чтобы понять, почему, рассмотрим следующий пример. Как известно, самыми крупными компаниями в США обычно управляют не их владельцы, а профессиональные менеджеры. В условиях усилившегося давления конкуренции и ускоряющихся темпов технологического развития требования к управляющим возросли. Профессиональных менеджеров проще уволить, если они не справляются со своими обязанностями. В последние годы в США многие руководители компаний были признаны неподходящими для своей работы, уволены и заменены людьми со стороны. В начале 1970-х гг. увольняли лишь 10 % руководителей фирм, а в начале 1990-х гг. это число увеличилось более чем в 2 раза. Аналогичным образом, в начале 1970-х гг. лишь в 15 % случаев на высшую руководящую должность в компании назначался человек, ранее в компании не работавший; этот показатель в начале 1990-х гг. также увеличился вдвое<sup>11</sup>.

Вышеприведенные данные заставляют предположить, что для того, чтобы найти нужных управляющих в условиях постоянного повышения уровня конкуренции в мире, компании расширяют область поиска кандидатов на работу и быстрее расстаются с менеджерами, которые не оправдали ожиданий. Но для таких перемен требуется система управления, в которой доминируют люди со стороны: таких топ-менеджеров проще уволить, если им не принадлежат крупные пакеты

акций, а их самих контролируют другие лица, входящие в совет директоров<sup>12</sup>. К сожалению, в большинстве стран эти условия встречаются редко. Многие компании контролируются инсайдерами, которые приобрели это право по рождению, а не на рынке<sup>13</sup>. Как мы видели, качество управления компаниями, которыми руководят наследники их основателей, невысоко<sup>14</sup>. В условиях стремительно меняющегося мира такие управляющие имеют сильные стимулы объединяться с обездоленными и требовать защиты. Классическим примером такой организации в Индии является то, что не совсем точно именуется Бомбейским клубом — аморфная организация, возглавляемая представителями старых почтенных деловых семейств, которая решительно противостоит открытости экономики.

Еще одним предметом озабоченности развивающихся стран является практически полное отсутствие официального социального страхования для тех, кто пострадал от конкуренции. В погоне за экономическим ростом многие страны не озаботились выстроить надежную систему социального страхования, которая помогла бы смягчить последствия неустойчивости рынка для граждан страны. Трансферты и субсидии все еще составляют небольшую часть правительственных бюджетов: данные по новым индустриальным государствам свидетельствуют, что эта доля составляет около одной четверти аналогичного показателя по развитым странам<sup>15</sup>. Подходящим примером является Южная Корея: до азиатского кризиса 1998 г. системы выплаты пособий по безработице в этой стране практически не существовало; правительство было вынуждено разработать ее в спешном порядке, когда начались демонстрации рабочих.

Конечно, низкий уровень государственного социального обеспечения отчасти вводит в заблуждение, поскольку часть расходов, которые в развитых странах приходятся на государственный сектор (например, пенсии по старости), в новых индустриальных странах являются прерогативой частного сектора. Но отчасти это является отражением мнения, что роль государства ограничивается созданием рыночной инфраструктуры, а возникшие трудности будут улажены посредством социальных связей. Эти взгляды оправдывали себя в период стремительного экономического роста. Но с распространением рыночной экономики социаль-

ные связи имеют тенденцию распадаться: об этом говорит, например, то, что в 1990-х гг. в Сингапуре было принято законодательство, предоставляющее родителям право подавать в суд на детей, которые не обеспечивали им материальную поддержку в старости<sup>16</sup>! Однако с помощью законодательства невозможно полностью восстановить социальные узы, разорванные рынком, и в отсутствии разработанной обширной системы социального страхования население страны будет слишком уязвимым для краткосрочных колебаний экономики.

Развитые страны тоже должны быть обеспокоены подобной уязвимостью развивающихся стран. В процессе сближения стран первого и третьего мира, посредством торговли не только товарами, но и услугами, эти страны становятся все более подверженными проблемам друг друга. Более того, при снижении в торговле доли промышленных товаров и увеличении доли услуг степень взаимозависимости и специализации, с большой вероятностью, будет возрастать: сложнее поменять бухгалтера или компанию, которая оказывает услуги по компьютерной поддержке, чем поставщика стали. Также сложно выстроить резервные «запасы» услуг (по аналогии с запасами ресурсов). Конечно, компании постараются диверсифицировать риск путем привлечения партнеров из различных стран. Но диверсификация имеет свои издержки и свои пределы.

В такой взаимозависимости есть и хорошая сторона. Когда в мае 2002 г. правительства Индии и Пакистана начали угрожать друг другу ядерной войной, предпринимателей из этих стран весьма обеспокоила возможность того, что повышение риска отпугнет иностранных покупателей, и вследствие их давления на правительства напряженность между странами ослабла. Бизнес накладывает ограничения на политику. Но несмотря на эти выгоды, растущий уровень глобальной интеграции подвергает мир новым рискам, и эти проблемы следует решать.

## Старение населения

Любой анализ потенциальных будущих угроз политической жизнеспособности свободных рынков должен принимать во внимание

влияние стремительных темпов старения населения развитых стран на распределение средств.

В условиях снижения уровня рождаемости и повышения продолжительности жизни население развитых стран стремительно стареет, а темпы его прироста упали практически до нуля. В 1970 г. в США было 17,2 миллиона детей в возрасте до 5 лет и 3,7 миллиона взрослых старше 80 лет. К 1995 г. эти цифры составляли 19,6 и 8,1 миллиона соответственно, а к 2010 г. они составят 25 и 26,2 миллиона соответственно<sup>17</sup>. При этом США с их высоким уровнем иммиграции далеко не являются самой быстростареющей страной. Согласно прогнозам, к 2010 г. в Японии на каждого престарелого гражданина будет приходиться менее 3 работоспособных взрослых, а к 2050 г. на одного пенсионера будет приходиться лишь 1,5 работающих налогоплательщика. В Италии же к тому времени работающих налогоплательщиков будет меньше, чем пенсионеров<sup>18</sup>.

Постоянно уменьшающемуся занятому населению придется содержать все больше и больше неработающих граждан. Размер вычетов из заработной платы для обеспечения выплаты пенсий будет постоянно повышаться. Если ситуация не изменится, будущим поколениям работников придется отдавать престарелым все больше и больше, при этом размеры их собственных будущих пенсий будут постоянно снижаться, что породит конфликт интересов между поколениями работников — теми, чья власть обеспечена демократией благодаря их количеству и способности к объединению, и теми, чья власть обеспечена экономикой, поскольку они обладают человеческим капиталом. Исторически несоответствие между политической и экономической властью представляло собой угрозу соблюдению прав собственности. В будущем появление такой угрозы снова стало возможным.

Другим источником напряжения является международное распределение ресурсов. Если со старением населения производственные мощности экономики будут сокращаться, то потребительские товары придется импортировать. В предвидении этого развитым странам придется осуществлять инвестиции за границей — не в другие страны первого мира, в соответствии с существующей тенденцией, а в молодые, развивающиеся страны. Развивающимся же странам придется

развивать возможности целесообразного применения инвестируемых средств.

Более того, если объемы финансовых вложений развитых стран в развивающиеся значительно увеличатся, им потребуются гарантии, что позже, когда они захотят получать прибыль на вложенные средства, их этой прибыли не лишат. Мы видели на исторических примерах, что права собственности начали соблюдаться тогда, когда собственники получили серьезное политическое представительство, и экспроприацию стало сложнее осуществить, при этом в долгосрочной перспективе конфискация имущества наносила экспроприатору ущерб. Очевидно, что у инвесторов из развитых стран практически нет политического представительства в развивающихся странах, по крайней мере, со времен дипломатии канонеров. Поэтому соблюдение их прав зависит от того, будет ли экспроприация имущества собственников из развитых стран в процессе развития связана с издержками для развивающихся стран. Старение населения вынудит развитые страны все больше полагаться на уровень соблюдения прав собственности в странах третьего мира. Поэтому распространение рыночной инфраструктуры по всему миру — в наших общих интересах.

## Мировое господство

Вышеупомянутые проблемы приводят нас к вопросам, связанным с мировым господством. Мы утверждали, что задачи развития рынков находят поддержку в стране, когда ее крупные производственные и финансовые компании являются конкурентоспособными, так как в этом случае для выживания им не требуется ограничивать свободные рынки. На международном уровне развитие рынков поддерживается, если страна, доминирующая на мировой арене, имеет высокий уровень производительности, поскольку в таких условиях она оказывает давление на другие страны в пользу открытия границ. На протяжении XIX в. Англия, которая в то время была самой развитой в промышленном плане и самой могущественной державой, содействовала развитию свободных рынков во всем мире. Похожую роль сыграли США

после второй мировой войны. В периоды смены мирового политического лидера или при потере политическим лидером своего экономического превосходства амбивалентность по отношению к открытым рынкам наиболее вероятна.

США все еще занимают доминирующее экономическое положение в мире, при этом являясь единственной супердержавой, но ни одно из этих свойств не является неотъемлемым. Конечно, мы видим последствия экономической слабости США в некоторых секторах — тарифы на сталь и субсидии фермерам, что отрицательно влияет на их обязательства поддерживать открытые границы. Что если эта слабость распространится на другие сектора? По-прежнему ли США будут отстаивать свободные рынки?

Конечно, США — это только одна страна. Конкуренция между различными политическими образованиями может содействовать развитию рынков, даже если ведущий игрок дезертирует с корабля. Но здесь мы видим опасность в укреплении политической интеграции по образцу европейской: она снижает уровень политической конкуренции и облегчает координацию антирыночных действий.

На начальном этапе своего существования Европейский союз был Европейским экономическим сообществом (ЕЭС) — попыткой сломать национальные барьеры в Европе с целью развития торговли и расширения рынка. Когда он был сосредоточен на решении узкой прорыночной задачи, он был прогрессивной силой и добился либерализации во многих странах. При обеспечении равного доступа для иностранцев государства были вынуждены обеспечить одинаковые правила игры для собственных граждан, что способствовало развитию конкурентных независимых рынков.

Когда цели Европейского союза перестали ограничиваться расширением рынков и либерализацией торговли и стали включать общую политическую программу, появилась опасность, что директивы ЕС приобретут антилиберальную направленность (не стоит забывать, что даже ЕЭС проводил протекционистскую политику в отношении сельскохозяйственного сектора).

Рассмотрим крайний, но весьма показательный пример. Предположим, что после обвального краха фондового рынка Европейский со-

юз сочтет, что на рынок выходит слишком много компаний, держащихся на честном слове. Будет принято решение ужесточить правила осуществления эмиссии на рынке, которое поддержат влиятельные компании во всех странах, поскольку таким образом новые игроки будут лишены источников финансирования. Если эти правила будут одновременно введены во всех соседних с союзом странах, где может совершить эмиссию ценных бумаг новая европейская фирма, потенциальные новые игроки окажутся в серьезном затруднении, что сделает новые правила более эффективными и вызовет давление в пользу их введения в рамках союза со стороны влиятельных компаний во всех странах. Напротив, если эти правила попытается ввести только одна страна, то потенциальные новые игроки будут привлекать средства в соседней стране. Таким образом, миграция бизнеса в государства с более благоприятными условиями представляет собой очень мощную дисциплинирующую силу, позволяющую поддерживать более дружелюбную политику по отношению к рынку. Эта сила подавляется, когда объединяются соседние политические образования.

Политика ЕС все еще благоприятствует рынку — отчасти из-за того, что страны-участницы имеют право вето в отношении серьезных экономических изменений. С расширением членства в союзе возникает давление в пользу сокращения областей, на которых распространяется право вето. Это сделает союз в большей степени политической монополией с сопутствующими угрозами рынку.

## Резюме

После десятилетий непрерывной рыночной экспансии, за время которой свободные рынки, особенно финансовые, укротили, преобразовали или победили своих противников, почить на лаврах легко. Границы открыты в большей степени, чем когда-либо, сокращая возможности политиков оказывать покровительство местным компаниям. А щедрые системы социального обеспечения, учрежденные в развитых экономических системах после второй мировой войны, хотя и сокращенные в последние годы, предоставляют социальные гарантии большинству на-

селения развитых стран. Следовательно, резервы, не дающие объединиться антирыночной реакции, существуют. Разве все это не обеспечивает жизнеспособность развивающихся свободных рынков?

Не обязательно. Технологии стремительно развиваются. Помимо изменения состава ценимых навыков и умений и, таким образом, создания новых легионов обездоленных, это приводит конкуренцию из развивающихся стран к порогам профессионалов в развитых странах. Хотя неопределенность, с которой сталкивается средний работник в краткосрочной перспективе (будет ли у него достаточно средств, чтобы пережить следующий спад), уменьшилась, ее заменило сильное беспокойство о долгосрочной перспективе (будут ли у него навыки и умения, чтобы зарабатывать на жизнь в течение продолжительного времени и обеспечить непрерывно увеличивающийся период жизни на пенсии).

Развивающиеся страны сталкиваются с жесткой конкуренцией, но у них нет механизмов стабилизации или адаптации, которые развитые страны формировали годами. И развитые, и развивающиеся страны становятся взаимно зависимыми, и степень этой зависимости только нарастает по мере старения населения в странах первого мира. Как можно справиться с напряжением, которое создает данная взаимозависимость, не спровоцировав появление политических движений за закрытие границ и подавление рынка? Это тема следующей главы.



# ГЛАВА 13

## Спасение капитализма от капиталистов

Главная мысль этой книги состоит в том, что свободные рынки — возможно, самый полезный экономический институт — покоятся на хрупком политическом основании. В условиях конкурентной экономической системы свободного рынка решения несметного числа его безымянных участников устанавливают цены, которые, в свою очередь, определяют, что производить и кто получит прибыль. Невидимая рука рынка заменяет чиновников и политиков в принятии всех этих решений. Это породило неверное представление о том, что рынкам не нужны государства. Но рынки не могут процветать без четко различимой роли государства, которая заключается в том, чтобы предоставить и поддерживать инфраструктуру, дающую участникам рынка возможность торговать свободно и уверенно.

Здесь и возникает политическая напряженность: те же самые проблемы организации коллективных действий, которые обуславливают необходимость вмешательства государства, затрудняют общественности обеспечение того, чтобы государство действовало в ее интересах. Таким образом, влиятельные круги могут добиваться своего вопреки этим интересам. Самый плохой вариант развития событий, уже не раз имевший место в прошлом, заключается в том, что под предлогом обеспечения гарантий для обездоленных влиятельные круги получают гарантии и для себя, подавляя рынок. Жертвой становится свободный рынок и все те, кто стремится обрести с его помощью новые возможности.

В последней главе мы набросали несколько сценариев быстрого роста числа обездоленных как в развитых, так и в развивающихся странах. Мы также объяснили, у какой разновидности влиятельных игроков может появиться самый сильный стимул воспользоваться страхами и надеждами обездоленных.

Обозначив угрозы, перейдем теперь к возможным решениям проблемы. Учитывая, что данная проблема обусловлена свойствами системы, чуда не предвидится. Призыв к решительным действиям государства влечет за собой риск того, что эти действия будут искажены влиятельными кругами. Призыв отказаться от государственного вмешательства создает риск, что необходимая инфраструктура так и не будет сформирована и рынок будет слишком уязвим перед негативной политической реакцией во время неизбежного процесса разрушения. Единственный выход — это принятие предложений, которые вместе могут сдерживать и уравнивать друг друга, чтобы правительство поддерживало функционирование рынка, но не вмешивалось в него. По отдельности каждая из таких мер может показаться слишком мягкой или даже контрпродуктивной. Но вместе они становятся силой для стимулирования свободного рынка.

Наши предложения основаны на четырех принципах. Во-первых, конкурентоспособные и не слишком влиятельные старые игроки с меньшей вероятностью будут пытаться сдерживать рыночные силы. Поэтому важным политическим принципом должно стать обеспечение того, чтобы контроль над производственными фондами не был сконцентрирован в руках меньшинства и чтобы те, кто осуществляет этот контроль, имели возможность и способности хорошо использовать фонды. Во-вторых, конкуренция создаст проигравших. Обездоленным необходима система обеспечения, которая помогала бы им не только пережить этапы спада в экономическом цикле, но и справиться с полным крушением карьеры. В-третьих, пространство для политического маневрирования может быть ограничено в условиях открытости границ. Конечно, в крайнем случае антирыночные силы могут вынудить правительство закрыть границы, но именно поэтому все четыре принципа и должны рассматриваться как взаимно укрепляющие. Наконец, общество должно лучше понимать, насколько ему выгоден рынок и

какова цена внешне безобидной антиконкурентной политики, чтобы не так хотелось пассивно оставаться в стороне. Теперь подробно рассмотрим предлагаемые меры.

## **Ослабление стимулов влиятельных кругов к противостоянию рынкам**

Мы не можем отрицать тот факт, что экономическая власть трансформируется в политическую. Неважно, какие кампании финансовых реформ предлагаются и осуществляются, всегда применима некая разновидность «золотого правила»: у кого золото, тот и диктует правила. Но связь между экономической и политической властью особенно важна в двух случаях. Если небольшое число влиятельных лиц обладает большой экономической властью, они могут положиться на свое политическое влияние для достижения своих коммерческих целей и не чувствовать необходимости установления прозрачных правил, которые делают рынок доступным для всех. Это скорее будет представлять проблему в стране, где нет развитой рыночной инфраструктуры, потому что давление в пользу ее создания будет в этом случае небольшим. Однако более опасным, чем это благотворное невмешательство — тактика решения проблемы путем ее игнорирования — по отношению к рынку, является некомпетентность влиятельных игроков в бизнесе, потому что в этом случае они могут активно пытаться подавлять конкурентный рынок, чтобы сохранить свои позиции.

Эти две проблемы связаны между собой, что можно подтвердить примером. В торговле бриллиантами в Индии доминирующее положение занимает маленькое сообщество «Palanpuri Jains» из штата Гуджарат. На протяжении почти полувека эти торговцы занимались покупкой, огранкой, полировкой и перепродажей бриллиантов по всему миру втайне, имея дело, главным образом, с другими членами известных семей. Работая без официальных контрактов, они действовали настолько эффективно, что девять из десяти бриллиантов в мире теперь проходят через Индию<sup>1</sup>. Причина, по которой эта схема проработала до настоящего времени в стране с несовершенной правовой системой,

заключается в том, что она основана на доверии. Сообщество подвергнет остракизму любого, кто нарушит молчаливое соглашение между торговцами. Однако проблема состоит в том, что «чужаки» не могут участвовать в этой системе, а у инсайдеров нет стимула для создания более независимой, прозрачной системы: доверие легче строить, когда доходы велики и торговые операции осуществляются только внутри небольшой группы хорошо известных друг другу людей.

Концентрация торговли в руках небольшой группы может быть губительной, если данная система перестает работать. С расширением объема торговых операций и вынужденным притоком в бизнес новых лиц появляются тревожные признаки: курьер, недавно сбежавший с бриллиантами на сумму 10 млн долл., и два бомбейских торговца, потерявшие деньги своих клиентов на биржевых спекуляциях (им было так стыдно, что они покончили жизнь самоубийством)<sup>2</sup>. Но члены сообщества не стремятся к модернизации и повышению профессионализма, как бы ни необходимы они были, потому что эти изменения принесут с собой и конкуренцию. Поэтому изменения происходят медленно — возможно, слишком медленно. Суть в том, что концентрация экономической власти, пусть пока благотворная, не должна сохраняться всегда, особенно если у привилегированного меньшинства свои способы ведения бизнеса.

Это наводит на мысль о двух целях политики: не позволять экономической власти стать слишком концентрированной — цель, которая особенно существенна для развивающихся стран, — и обеспечить, чтобы те, кто контролирует экономические ресурсы, были способны эффективно их использовать.

Эти две цели часто, но не всегда сочетаются. Например, понятно, что политика, подвергающая компании конкуренции со стороны новых игроков, помогает поддерживать их эффективность: на защищенную отрасль оказывается небольшое давление, не позволяющее ей стать конкурентной, и ее игроки будут использовать внезапные прибыли, приобретенные в условиях поддержки, для лоббирования еще большей поддержки вместо принятия мер по реструктуризации. Автомобиль «индиан амбассадор» (вариант английского автомобиля «моррис-оксфорд») появился в 1957 г. и продавался в практически неиз-

менном виде вплоть до марта 2002 г. — просто потому, что на протяжении большей части этого периода у него было мало внутренних конкурентов и совсем не было иностранных. Даже временный отказ от установленного порядка, как, например, недавнее введение тарифов на сталь в США, которые должны быть отменены через несколько лет, создает риск появления не способных конкурировать игроков, которые будут бороться за установление постоянных барьеров.

Но чтобы конкурировать на мировом рынке в соответствующем масштабе, компания из небольшой страны может в итоге добиться того, что на ее долю будет приходиться значительная доля всей продукции, производимой в стране. Такие компании, как финская «Nokia», имеют серьезное влияние внутри страны. В зависимости от того, использует ли такая компания свое влияние внутри страны ответственно, для облегчения доступа к рынку для других, или, напротив, для ограничения такого доступа и монополизации внутренних ресурсов, требуется использование новых политических инструментов.

### *Политический антимонопольный закон*

Один из таких инструментов — антимонопольный закон. Антимонопольный закон был выработан в контексте товарных рынков. Вопросы, которые задают регулирующие органы, — будет ли компания производить большую часть продукции данного типа, существует ли внешняя или зарождающаяся конкуренция, которая поможет сохранить низкие цены... Он использовался, чтобы не дать компаниям монополизировать промышленность и получать от потребителей сверхприбыли. Его дополнительный благотворный эффект заключается в том, что эта конкуренция помогает компаниям сохранять эффективность, не давая им наслаждаться тихой, ослабляющей жизнью монополии.

Но странам полезно вводить и политический вариант антимонопольного закона, который не дает компаниям разрастись настолько, чтобы оказывать влияние на внутреннюю политику государства с целью окончательно подавить рыночные силы. Существуют очевидные проблемы по точной выработке этого закона, но он был негласно введен в США, особенно в финансовом секторе. Атака Эндрю Джексона

на Второй Банк США в 1830-х гг., распад «Standard Oil» Джона Рокфеллера в 1911 г., учреждение Федеральной резервной системы в 1913 г. для создания противовеса Дому Моргана, закон Гласса—Стиголла, принятый для ограничения власти крупных национальных банков, и продолжающееся по сей день дело «Microsoft» могут рассматриваться как последствия негласного введения политического антимонопольного закона<sup>3</sup>. Существует риск злоупотребления таким законом против тех, кто не является фаворитом правительства. Поэтому закон имеет смысл только как часть всего нашего комплекса предложений, который включает другие меры по сдерживанию и уравниванию государства.

### *Налог на имущество*

Изменение налоговой системы предлагает еще один способ воздействия с целью повышения эффективности. Согласно существующей системе подоходного налога, кто производит больше, тот и платит больше. В результате эффективным управляющим, которые производят больше, приходится делиться прибылью от своей продуктивности с государством через более высокие налоговые ставки. Государство же берет на себя часть убытков некомпетентных предпринимателей, предоставляя им более низкие налоговые ставки. Но это поддерживает неэффективные компании. Те, кто тратит неумеренно ресурсы или осуществляет неудачные инвестиции, субсидируются налоговой системой, которая берет на себя часть расходов или трат, в то время как эффективные менеджеры ставятся в невыгодное положение, потому что часть их высоких доходов отходит государству.

Не все налоговые системы оказывают такое воздействие. Налог, основанный на размере имущества (а не дохода), ставит в невыгодное положение неэффективных предпринимателей и вознаграждает эффективных. Чтобы понять, как это происходит, рассмотрим однопроцентный налог, взимаемый со всех производственных фондов, которыми прямо владеет лицо. Налог на сельскохозяйственное угодье стоимостью в 1 млн долл. в этом случае составит 10 тыс. долл. Представим, что начинающий писатель из города, любящий сельскую мест-

ность, но мало способный к фермерскому труду, может произвести только 5 тыс. долл. чистой прибыли на этом участке. Весь его доход от участка заберет государство, и вдобавок ему придется раздобыть еще где-нибудь такую же сумму. Если его кшиги не будут раскупаться или он не сможет пролоббировать субсидии сельскому хозяйству, ему придется продать свою землю кому-нибудь, кто более приспособлен к фермерскому труду.

Сравним его с земледельцем, который знает принципы ведения сельского хозяйства и зарабатывает 100 тыс. долл. на сходном участке земли. Только одна десятая его дохода пойдет на палогн. Что еще более важно, если он увеличит производительность своих полей и его доход возрастет до 150 тыс. долл., он сохранит все доходы, а не только их часть, как было бы при системе подоходного налога. Более того, он может расширить производство, купив землю городского дилетанта. У земледельца меньше стимулов лоббировать субсидии для сельскохозяйственного сектора или торговые барьеры против иностранной продукции: субсидии оставляют дилетанта в секторе, не давая земледельцу расширить производство, а торговые барьеры спровоцируют ответные барьеры, которые не позволят ему продавать свое зерно за границу. Таким образом, налог на имущество благоприятствует эффективным производителям и помогает укрепить прорыночные силы<sup>4</sup>.

Некоторые читатели могут спросить, почему свободные рынки земли не обеспечат эффективное распределение ресурсов. Другими словами, почему эффективный земледелец не выкупает землю у некомпетентного писателя? Проблема в том, что писатель получает со своей земли нематериальную выгоду, что компенсирует его некомпетентность в ведении сельского хозяйства. Эта нематериальная прибыль не облагается налогом. В результате, даже если нематериальная прибыль писателя не компенсирует упущенный денежный доход, земледельцу будет сложно выкупить у него землю. В соответствии с существующим налоговым режимом, нематериальная прибыль освобождается от налогов, в то время как производитель денежной прибыли несет полное налоговое бремя. Поэтому при прочих равных производитель денежной прибыли готов платить за собственность меньше, чем тот, кто извлекает из нее нематериальную прибыль. Сходным образом

существующий налоговый режим субсидирует выживание некомпетентных бизнесменов, получающих личную прибыль от управления своими компаниями. Смена налога на доход, произведенный имуществом, на налог на стоимость самого имущества позволит избежать неэффективности.

Конечно, возникают вопросы, как такая система будет управляться. Например, как будет измеряться стоимость имущества? Ее нельзя измерить как стоимость фондов под контролем неэффективного производителя, потому что это искусственно снизит стоимость и, следовательно, налоги, которые он должен платить. Чтобы избежать поощрения некомпетентности, стоимость должна измеряться как гипотетическая средняя рыночная стоимость имущества под альтернативным управлением. Существуют способы сделать эту стоимость достаточно точной. Мы не считаем проблемы в управлении системой, основанной на налоге на имущество, значительно превосходящими сложности управления системой, основанной на подоходном налоге.

Традиционным доводом против налога на имущество было то, что он препятствует инвестированию. В соответствии с определенными предположениями о распределении налогов по времени, это правда: для заданного уровня налоговых доходов налог на имущество ослабляет стимулы к инвестированию сильнее, чем подоходный налог. Тем не менее это должно компенсироваться преимуществами системы налога на имущество в передаче собственности более эффективным производителям, что способствует и общему благосостоянию общества, и стабильности системы свободного рынка. Таким образом, имеет смысл перенести, по крайней мере, часть налогового бремени с дохода на имущество.

### *Более качественное корпоративное управление*

Некоторая ключевая собственность в условиях развитой экономики управляется не владельцами, а профессиональными управляющими. Мы имеем в виду, конечно же, корпорации. С одной стороны, разделение между владением и контролем способствует лучшему соот-



ветствию компаний и управляющих, в результате чего эффективность компаний повышается. С другой стороны, это порождает конфликты интересов между управляющими и акционерами, что снижает эффективность фирмы. Чтобы способствовать здоровому разделению между владением и контролем, следует гарантировать более качественную правовую защиту тем инвесторам, которые передают свои сбережения в чужие руки. К тому же, такие механизмы, как независимые советы директоров, эффективные аудиторы и динамично развивающийся рынок корпоративных поглощений, существенно важны для того, чтобы убеждать управляющих максимизировать стоимость компании, которой они управляют, и для того, чтобы их можно было быстро заменить в случае их несоответствия данному требованию. Иными словами, корпоративное управление важно не только для увеличения стоимости для инвесторов, но и для обеспечения того, чтобы некоторые крупнейшие и самые влиятельные игроки приветствовали конкуренцию, а не боялись ее. Недавние скандалы заставляют предположить, что в этом направлении многое нужно сделать даже в развитых странах.

### *Налог на наследство на передачу контроля*

Наконец, существует форма передачи контроля над активами, которая обычно оказывается неэффективной, потому что единственное, что определяет, какому именно лицу будет передан контроль над активами, — это принадлежность к определенной семье. Речь, конечно, идет о получении наследства. Установление серьезных ограничений того, как богатые могут распоряжаться своим состоянием, прежде всего ослабит их стимулы создавать состояние. Однако неэффективный и концентрированный контроль за состоянием обуславливает различные издержки общества. Поэтому налог на наследство, структурированный так, чтобы у богатых был стимул передавать пассивное владение производственными фондами (например, миноритарные доли в портфеле ценных бумаг), а не активный контроль своим детям, имеет смысл. Он будет иметь положительное влияние в той степени, в которой он подтолкнет общество к меньшей концентрации экономической

власти. Но его основной задачей должно быть достижение эффективного распределения контроля.

Налоги на наследство могут быть особенно важны в развивающихся странах с огромной концентрацией земельных владений. Другой способ преодоления чрезмерной концентрации собственности на активы — узаконить наследование всеми детьми мужского и женского пола. Такие рекомендации не новы. Они восходят, по меньшей мере, к английскому философу Джеймсу Харрингтону (см. главу 6), идеи которого имели огромное влияние на Уильяма Пенна (а следовательно, на конституцию Филадельфии), Томаса Джефферсона (и таким образом, на конституцию Вирджинии) и Теодора Рузвельта (а следовательно, на федеральное антимонопольное законодательство).

## Система обеспечения для обездоленных

Когда сектор грузоперевозок между штатами жестко регулировался, компаниям, осуществлявшим перевозки на грузовиках, жилось легко, и из бизнеса уходили немногие. Ситуация изменилась коренным образом в 1977 г., когда Комиссия по торговым отношениям между штатами начала удовлетворять все запросы на вхождение в сектор. В течение 5 лет последующего снижения уровня вмешательства государства в экономику более 50 % компаний, существовавших до этого периода, были вынуждены уйти из сектора. Конкуренция не только обеспечила снижение цен и предоставление клиентам более качественных услуг, но и разрушила экономическую жизнеспособность многих компаний<sup>5</sup>.

Конкуренция порождает банкротство. Эти случаи банкротства существенны для процесса созидательного разрушения, но крайне болезненны для затронутых ими людей. Чем выше расходы по приспособлению, возложенные на них, или чем больше число обездоленных, тем сильнее политическая потребность во вмешательстве.

## *Страховать людей, а не компании*

Эту потребность можно прекрасно понять, тем не менее она крайне опасна, потому что ею можно легко манипулировать. Как мы видели в случае со сталелитейной промышленностью, требование группы *людей*, которые особенно сильно пострадали, моментально трансформируется в субсидии существующим *компаниям* со всеми негативными последствиями, которые мы описали. Чтобы не дать превратить жертв процесса созидательного разрушения в живые щиты для крупных корпораций, необходимо предоставить им другие виды помощи. Поэтому одно правило для предотвращения политизации пособий — это страхование людей напрямую, а не через компании.

Например, экономисты в целом согласны, что лучший способ обеспечения пособиями людей, потерявших работу, состоит в том, чтобы предложить им погашение нескольких платежей единовременной выплатой, например, в зависимости от продолжительности их работы на предыдущем месте. Эти выплаты частным лицам не только не мешают конкурентному процессу, но и дают работникам правильный стимул искать другую работу (они сохраняют полученную сумму вне зависимости от того, как долго им придется искать новую работу), в то же время освобождая их от лишений безработицы. К сожалению, такие простые решения редко применяются, потому что они совершенно разъединяют пособия работникам и политику.

## *Планирование страхования до события*

Второе правило предотвращения политизации пособий состоит в том, чтобы разработать общие направления будущих пособий до события, которое влечет за собой выплату пособия, а не после него. Это имеет смысл по ряду причин. Однако государство обычно предпочитает ждать наступления события, а не готовиться к неопределенной возможности: после события можно лучше оценить размер необходимых пособий, кроме того, в противном случае придется создавать резервы средств, что не позволит предпринять другие действия, которые государство считает важными.

Одним из аргументов в пользу определения пособия заранее является то, что хорошо разработанный план дает людям большее чувство уверенности в будущем. Более того, это исключает для обездоленных необходимость самоорганизации для получения пособия. Так как действия их политических организаций, скорее всего, не будут благоприятствовать рынку, планирование пособий до события исключает значительную угрозу рынкам. Это, по сути, подтверждается нашим коротким рассказом об истории законодательства США о банкротстве. Когда был введен достаточно гибкий закон, у должников исчезла необходимость объединяться для оказания давления и получения пособий во время каждого спада. Кроме того, они могли получать индивидуализированное пособие, а не ждать общей нищеты, чтобы перевесить чашу политических весов.

Пособие, выдаваемое после события, является не страхованием, а перераспределением в чистом виде, и поэтому управляется исключительно политической властью участвующих сторон, а не нуждами людей. В качестве примера рассмотрим Федеральный акт о помощи в чрезвычайных обстоятельствах, крупную (3,6 млн долл.) программу в рамках «нового курса», осуществленную в 1933—1935 гг. для обеспечения помощи лицам, чей доход не позволял удовлетворить их нужды. Поскольку США вступили в Великую депрессию без страхования по безработице, решение о том, кому будут выплачиваться эти пособия, было принято после этого события. Оказывается, что суммы материальной помощи, полученной в каждом округе, имели положительную корреляцию с количеством радиоприемников в области, даже после учета влияния благосостояния жителей округа<sup>6</sup>. В 1930-х гг. люди, у которых был радиоприемник, были лучше информированы политически и с большей вероятностью принимали участие в голосовании, следовательно, это заставляет предположить, что пособия были направлены в те округа, у которых было больше возможностей оказать давление. Кроме того, округа с большим числом неграмотных получили *меньше* помощи, еще раз подтверждая мысль, что информированные избиратели получили больше поддержки. Хотя все пособия определяются политической властью, а не экономической необходимостью, пособия после события в наибольшей степени управляются политической властью.

Таким образом, одна из наиболее значимых выгод установления системы пособий до кризиса — это появление завесы неведения, кто будет затронут и каким образом. Большинство людей не будут знать, получают ли они пособия по схеме или им придется платить за нее. В результате у них нет сильного стимула исказить систему тем или иным образом. На самом деле, они предпочтут систему как наиболее эффективную, исходя из стоимости единицы страховых выплат. Напротив, после события совершенно ясно, кто получит перевод и кому придется за него заплатить. Таким образом, вероятность возвращения к лоббированию чрезвычайно высока. Пособие, выплачиваемое на специальной основе, больше служит целям влиятельных кругов, чем схема страхования до события.

Одна из проблем существующей системы в развитых странах состоит в том, что она была создана во время кризиса и направлена только на определенные группы. Эти системы не универсальны по своей сфере действия. Парадоксально, что у детей в США, у будущего нации, как бы естественным образом нет медицинской страховки, в то время как политики соревнуются друг с другом, кто предложит большие льготы на лекарства, отпускаемые по рецепту, преимущественно состоятельным пожилым людям<sup>7</sup>. В той же степени беспокоит тот факт, что у значительного числа работающих семей нет медицинской страховки. Система, без сомнения, обеспечит обездоленных в случае серьезного кризиса, но средства на выплаты придется получать посредством политических действий со всеми сопутствующими последствиями. Более того, в США слишком большое число страховок жизни рабочих и пенсионных выплат плотно связаны с выживанием существующих компаний. В Италии у работников крупнейших и самых политически влиятельных компаний также есть специальные контракты и, следовательно, сильный стимул оказывать давление в пользу выживания своих компаний. Система страхования требует тщательного пересмотра: расширения базы и установления отношений напрямую между частным лицом и страховщиками без участия других лиц — таких, как работодатель.

## *Страхование от перманентных изменений*

Необходимо также переосмыслить цель данных программ. Они были созданы для ведения последних войн — против жестокой нищеты и последствий временных перемещений, вызванных экономическими циклами. Но сегодня у работников другие заботы. Сейчас предмет беспокойства составляют, если выражаться на языке экономистов, *структурные*, а не *циклические* изменения. Работники беспокоятся за долгосрочные перспективы своей работы и жизни, так что уровень их неуверенности, хотя и возрастающий во время экономических спадов, является более постоянным, чем раньше. Ранее обездоленным хватало помощи, которая позволяла им пережить спады экономических циклов. Сегодня человек, потерявший работу, не может вернуть себе веру в будущее за счет таких подачек. Он спрашивает: «Хватит ли мне гибкости, чтобы получить необходимые навыки для сохранения производительности? Сохраню ли я хорошее здоровье, чтобы осуществить эти перемены, особенно с возрастом? И будет ли у меня достаточно сбережений, чтобы жить счастливой довольной жизнью на пенсии?»

Как государство может обеспечить людям защиту таким образом, чтобы в результате долгосрочных технологических и конкурентных изменений в экономике было меньше обездоленных? Наиболее ценным активом, принадлежащим людям, обычно является их человеческий капитал. Лучшая помощь, которую государство может предложить своим гражданам в этом изменчивом мире, состоит в создании и поддержке ценности этого капитала, потому что гибкий человеческий капитал — лучшая форма страхования. А тем, кто просто не может измениться, будет предоставлена гарантированная минимальная пенсия.

Для развития гибкого человеческого капитала работнику, важно, чтобы у него до старости было крепкое здоровье, а также базовое общее образование, которое дает возможность учиться, а не собирать факты, ценность которых быстро теряется, и система образования, которая могла бы принять его независимо от того, когда ему понадобится переквалификация.

Мы можем сказать мало нового о крепком здоровье или базовом образовании. Сделаем лишь одно замечание. Исследования все больше свидетельствуют о том, что предпосылки будущего заболевания (и необучаемости) формируются в ранней юности. Плохое питание в раннем возрасте связывают с ранним началом таких болезней преклонного возраста, как коронарная болезнь сердца и диабет<sup>8</sup>. Вредные привычки беременных — такие, как алкоголизм и курение, также способствуют ухудшению здоровья плода. К сожалению, эти проблемы зачастую являются более серьезными для детей бедняков и плохо образованных людей, что замыкает цикл бедности и плохого здоровья. Чтобы разорвать этот порочный круг, необходимо тратить больше средств на самых маленьких детей либо в форме дотаций на питание, медицинское обследование и лечение, либо посредством образования родителей. Этот даст детям больше возможностей сохранить здоровье, а следовательно, конкурентоспособность в будущем.

Теперь рассмотрим, будет ли у людей гибкость для получения новых навыков. Этот вопрос стал особенно важным, потому что средняя продолжительность жизни тоже возросла: в США с 1900 г. она увеличилась на 29 лет — почти на весь период трудоспособности<sup>9</sup>. Тем не менее основной способ, которым большинство людей готовятся стать работающими гражданами, за это время не сильно изменился. Несмотря на увеличение продолжительности жизни, большинство людей рано заканчивают обязательное образование — так же, как и 100 лет назад. Без сомнения, большее количество людей получают ученую степень — прием в высшие учебные заведения за период с 1940 по 1997 г. увеличился более чем в 10 раз — а некоторые повышают квалификацию в процессе работы<sup>10</sup>. Но образование все еще приспособлено к первой специальности, хотя технологические изменения, конкуренция и большая мобильность означают, что для большинства людей эта первая специальность или даже первая карьера не будут последними.

Система официального образования, с которой люди расстаются в 25-летнем возрасте, возможно, дает слишком много информации о том, что человеку нужно для первых нескольких лет работы, и слишком мало для последующего полувека. Разве не разумнее заканчивать

формальное образование немного раньше и переквалифицироваться позднее, чтобы люди могли справиться с изменениями в окружающей среде и своих предпочтениях?

Бизнес-школы занимают здесь лидирующую позицию, предлагая свободное поступление на курсы переподготовки для руководителей высшего звена, которым нужно освежить знания, полученные во время учебы на магистра экономики управления. Но, возможно, есть причины для переосмысления всей системы высшего образования, созданной в то время, когда студенты уходили из университета, чтобы всю жизнь проработать у одного нанимателя. Нам нужны более легко дополняющие друг друга программы обучения и прием в университет на протяжении всей жизни (по крайней мере, на общие программы), чтобы студенты могли выбирать, что они хотят и когда им это нужно.

Есть причины полагать, что такие гибкие программы будут более реальными в ближайшем будущем, а преподаватели должны ухватиться за эту возможность. Развитие дистанционного обучения с использованием интернета поможет человеку поддерживать уровень своего образования в условиях полной рабочей занятости и снизить стоимость высшего образования. Несколько университетов уже предлагают получение полной степени магистра экономики управления после нескольких недель очного обучения. Большая часть необходимого общения происходит через электронные средства связи: в чатовых группах — через электронную почту и лекции по интернету. Такие программы будут распространяться. Таким образом, одним из важных инструментов, помогающих людям справиться с растущей неуверенностью в будущем, будет революция в высшем образовании. Если она удастся, студенты будут проводить меньше времени в кампусе, но будут больше похожи на посетителей магазина — молодые и старые, богатые и бедные, представляющие все слои общества. Льгота для демобилизованных, которая выплачивалась американским ветеранам для поступления в колледж, значительно сократила неравенство и повысила уровень защищенности<sup>11</sup>. У революции в высшем образовании есть возможность пойти еще дальше.

Одним из достоинств обеспечения страховкой в той форме, которую мы предложили, является то, что влиятельным кругам сложнее



взять под свой контроль распределение пособий. Вместо субсидирования неэффективных влиятельных кругов, как это происходит в системе традиционных отношений, которую мы описали в предыдущих главах, разработанная нами система страхования подрывает их позиции, делая частных лиц более независимыми. Работник с гибким человеческим капиталом может лучше использовать возможности, которые он встречает на своем пути. В общем, правильно обеспеченное страхование может помочь рынку, а не стоять у него на пути.

Наконец, те, у кого нет ни желания, ни возможности совершить карьерные изменения, смогут уйти на пенсию и работать в обществе другими способами. Такую возможность обеспечит эффективная пенсионная система. К сожалению, у поколения, которое достигло совершеннолетия сегодня, когда велик риск структурных изменений, мало причин, чтобы чувствовать уверенность в отношении своих пенсий.

Поскольку пенсионные схемы или социальное обеспечение во многих странах возникли в середине экономического спада, вначале пожилые люди получили выплаты, за которые они не платили. Выплата этих сумм была проведена за счет взносов социального обеспечения более молодых поколений, которым, в свою очередь, пообещали сходный уровень выплат в будущем. Эта система — уплата налогов при получении зарплаты — может действовать до тех пор, пока рост населения и производительности превышает рост выплат. Замедление темпов прироста и прогрессирующее старение населения означают, что существующая система социального обеспечения почти во всех развитых странах не будет отвечать требованиям будущих поколений.

Мы скептически относимся к политическим заявлениям, что существующий уровень социального обеспечения может поддерживаться без серьезных изменений рождаемости и производительности или без изменений в существующих государственных расходах. При отсутствии таких чудес единственная альтернатива — более справедливо перераспределить бремя и получение социального обеспечения. Ни один политик не хочет рисковать, предложив сократить пенсии, так как пожилые люди являются влиятельной группой, и никто не хочет сообщать о последствиях сегодняшнему молодому поколению. Если политики не найдут в себе мужества, нам придется жить, не будучи уве-

ренными в размере наших будущих пенсий, и нам будет сложнее справляться с изменениями.

Многое из того, что мы написали о системах пособий или страхования, относилось к развитым странам. В определенной степени, существующая ситуация в развитых странах гораздо лучше, чем в развивающихся. В развивающихся странах мало функционирующих официальных систем, и большие надежды возлагаются на социальные связи — такие, как большие семьи и деревни, — которые служат барьерами для экономической нестабильности. В этих странах отсутствует не только официальная система социального обеспечения, но и другие важные современные институты, как, например, законы о банкротстве, которые сократили бы потери тех, кто не имеет успеха в конкурентной борьбе. В этих странах просто нет официальных механизмов страхования, которые смягчали бы последствия нестабильности рыночной экономики — их придется создавать.

Положительный момент заключается в том, что уровень государственных расходов на социальное обеспечение в этих странах низок, поэтому у них есть возможность создать системы социального обеспечения, не повторяя ошибок развитых стран: они могут расширить базу и сократить покрытие до минимальной достаточной суммы, оставляя гражданам возможность при желании самим выбрать более высокий уровень покрытия. Они также могут в большей степени полагаться на частный сектор, таким образом, избегая формирования самоподдерживающейся бюрократической системы.

Развивающиеся страны являются лучше подготовленными в другом аспекте. В погоне за экономическим ростом многие из них сделали акцент на хорошее здравоохранение и сильное базовое образование для своих детей. Их системы здравоохранения и образования в некотором отношении лучше, чем то, что доступно детям в развитых странах. В будущем это поможет им лучше справляться с нестабильностью, присущей рыночной экономике.

## **Сужение возможностей влиятельных кругов оказывать воздействие на государство**

До сих пор мы предлагали пути ослабления стимулов влиятельных кругов и обездоленных выступать против рынка. Теперь обратимся к мерам, которые сузят их возможности влиять на правительство.

### *Открытые товарные рынки и рынки капитала*

Самый эффективный способ ослабить влияние крупных игроков на законодательство — открытость внутренних рынков для международной конкуренции. Особенно важна открытость финансовых рынков. Это главный урок, который мы извлекли из нашего исторического анализа, урок, который нельзя переоценить сегодня, во времена растущего сопротивления открытым границам. У стран мало стимулов закрывать свои границы товарным и финансовым потокам, когда остальной мир открыт, поскольку товары и капитал все равно будут проникать через границы, если только страна не пойдет тоталитарным путем Кубы или Северной Кореи. Но массовое движение против открытых границ даже в нескольких крупных странах может сделать идею закрытия границ привлекательной для политиков. Эту опасность представляют антиглобалистские акции протеста, которые в последние годы стали более громкими, массовыми и ожесточенными.

В ответ на растущие протесты экономисты подчеркивают повышение эффективности, которому способствует международная торговля, происходящее согласно закону сравнительного преимущества. Этот закон позволяет странам специализироваться на продукции, которую они производят лучше всего, что увеличивает мировую производительность и выгодно всем странам<sup>12</sup>. С другой стороны, экономисты, как правило, не оказывали активной поддержки свободному международному движению капитала. Хотя мы, конечно же, не отрицаем важности повышения эффективности, обусловленного торговлей, мы при-

даем наибольшее значение другому аргументу в пользу открытости: ее действию по уменьшению власти влиятельных кругов внутри страны. Свободное движение капитала играет в этом центральную роль.

Почему, по нашему мнению, открытость выгодна? Ответ обезоруживающе прост. Открытость создает конкуренцию со стороны новых игроков — тех игроков, которых влиятельные круги не могут контролировать посредством политических мер. Приверженность открытости вынуждает влиятельных игроков отказаться от политических мер и сосредоточиться на защите своих позиций на рынке более сложным путем — повышая эффективность. США не могли управлять финансовым регулированием в Великобритании, и поэтому Еврорынок процветал и мог угрожать доминирующему финансовому положению США в мире. В конце концов, конкуренция и альтернативы, которые создал Еврорынок, поспособствовали развитию финансовых рынков и в США, и в Великобритании, как впрочем, и в других странах мира. Иными словами, открытость вынуждает властные структуры конкурировать в области улучшения общего экономического благосостояния субъектов, которыми они управляют. Если в противном случае политические власти будут склоняться к тому, чтобы сосредоточиться на благополучии влиятельного меньшинства, то открытость способствует развитию экономики.

Хотя открытость, очевидно, благотворно влияет на развитие экономики со стабильной инфраструктурой, лежащей в основе их товарных и финансовых рынков, мы видели, что резкая либерализация может быть рискованной для слаборазвитых экономических систем. Несмотря на то, что уровень производительности и справедливости либеральной, ориентированной на рынок экономики выше, экономикам, которые десятилетиями были защищены от конкуренции, необходимо создание институтов, которые обеспечат функционирование рыночной экономики. Резко подвергать эти экономические системы воздействию международной конкуренции может быть опасно, отчасти из-за того, что это может ликвидировать те самые группы, которые будут требовать перехода к рыночной экономике — классы профессионалов, предпринимателей малого и среднего бизнеса, коммерческих фермеров.

Правильной политикой для крупной развивающейся экономической системы, как считают некоторые, будет ограничение конкуренции вплоть до окончательного формирования институтов, необходимых для рыночной экономики<sup>13</sup>. Но эта политика постепенного осуществления социальных преобразований создает большой риск: замедляя процесс либерализации, она может вообще остановить его. Если бы влиятельные круги знали, что открытие страны для конкуренции зависит от улучшения инфраструктуры и профессиональных навыков, они бы просто заблокировали движение по обоим этим направлениям. В то время как учение о постепенном осуществлении социальных преобразований утверждает, что реформы финансового сектора должны предшествовать открытию страны для потоков капитала, на практике первые следуют за вторым<sup>14</sup>. Поэтому дилемма для развивающихся стран, правительство которых проводит реформы, состоит в том, как создать приверженность повышению уровня конкуренции, одновременно оставляя время для создания рыночных институтов.

### *Обеспечить стимулы посредством торговых зон*

Лучшее, чем может помочь внешний мир, — это обеспечить стимулы для реформ. У более богатых стран, которые вместе пришли в крупные торговые зоны, есть очень мощный инструмент, скорее, для поощрения, чем для принуждения к реформам<sup>15</sup>. Если они предлагают членство в своих торговых зонах в зависимости от создания определенных рыночных инфраструктур, они могут создавать стимул для осуществления этих реформ, а не для бесконечного их откладывания. Используя прямики возможности торговать с большой группой стран (как, например, Европейский союз или члены Североамериканского соглашения о свободной торговле), они делают реформы политически привлекательными для развивающейся или переходной экономики, а следовательно, заслуживающими доверия<sup>16</sup>. Впечатляет масштаб изменений в Турции — не только в экономической сфере, но и в области прав человека, что показывает ее отношение к курдам. Конечно, это вызвано стремлением соответствовать требованиям к членству в Европейском союзе.

Конечно, есть страны, которые по своей природе не могут войти ни в одну из таких зон. Тем не менее широкий принцип обеспечения стимулов для реформ применим и здесь. Развитые страны многое могут сделать для развития рынка как внутри, так и во всем мире, прекратив субсидирование внутреннего сельскохозяйственного сектора и уменьшив торговые барьеры для таких товаров, как текстиль. Фермеры и мелкие предприниматели в развивающихся странах, у которых появится больше шансов разбогатеть, если уровень протекционизма в развитых странах снизится, могут стать мощной силой, способствующей созданию динамично развивающихся открытых рынков в собственных странах — почти так же, как если бы они жили в развитых странах.

## Осведомленность общества

В данной книге мы утверждали, что организованные влиятельные круги руководят политикой государства. Мы также отмечали, что прорыночные силы, хотя и находятся в большинстве, слабы, разобщены и обычно не могут стать достойными соперниками антирыночным силам. Тогда кому адресована эта книга, особенно данная глава? Как мы можем надеяться, что хотя бы одна из наших рекомендаций будет применена, раз они не направлены на поддержание интересов влиятельных групп?

Наша убежденность в силе групп, объединенных узкими интересами, не заставляет считать, что общество и его убеждения не играют никакой роли. Антирыночная реакция во время Великой депрессии стала возможна из-за того, что общество слишком хотело верить, будто рынок окончательно несостоятелен. Аналогичным образом, в последние десятилетия прорыночная волна поднялась из-за историй о расточительности правительств. Корпоративные скандалы и жадность — очередной поворот колеса истории. Истина, конечно же, где-то посередине. К сожалению, она обычно неоднозначна. Одна из причин, по которой государство безнаказанно игнорирует интересы общества, состоит в том, что, по его мнению, общество часто не осознает своих

интересов и не хочет их выяснять. Если эти политики правы, данная книга может иметь только некоторую образовательную ценность.

Однако если общество готово слушать — при условии, что экономисты хотят попытаться донести до него свои идеи, — у книг, подобных нашей, есть шанс хотя бы немного повлиять на мир. Нашей целью было показать, что хотя государственное вмешательство необходимо для функционирования рынков, зачастую это вмешательство способствует интересам меньшинства и противоречит общественным интересам. Наша цель в том, чтобы заставить больше людей мыслить экономически: например, рассматривать введение регистрационных пошлин на японские машины (которые устанавливаются, чтобы воспрепятствовать движению по улицам машин старше пяти лет) как замаскированные субсидии автомобильным компаниям, а не просто как меры по защите окружающей среды<sup>17</sup>.

Если широкие круги общественности будут видеть выгоду от свободных рынков и понимать их политическую уязвимость, узким влиятельным кругам будет сложнее протолкнуть свою программу. Политикам, действующим в интересах общества (мы не отрицаем, что такие есть), будет легче выдвигать надежные, политически выполнимые реформы. А в мире станет лучше и легче жить.

## Резюме

Учитывая, что есть политические силы, которые выстроились против рынка, какие меры может принять прорыночное правительство, чтобы ослабить эти силы? В данной главе мы предложили несколько решений. Мы призывали к интегрированному подходу, который направлен как на стимулирование участвующих сторон, так и на их способность влиять на политику, ориентированную против свободных рынков. В частности, мы предлагаем меры, которые приведут к эффективному, но не слишком концентрированному распределению собственности на производственные фонды, развитию гибкости трудовых ресурсов для адаптации к изменениям, созданию системы обеспечения в случаях особой нужды и созданию внешней конкуренции, которая не даст регулирующему аппарату стать слишком деспотическим.

Ни одна из мер, которые мы предложили, не лежит вне сферы возможностей. Мы предлагаем их не потому, что каждая из них оригинальна, а потому, что есть возможность их применить, и в комплексе они принесут бóльшую структурную стабильность рыночной экономике.



# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

После двух десятилетий массовой приватизации, широкой дерегуляции и повсеместной либерализации наше утверждение, что рынки в опасности, может показаться абсурдом. Собственно говоря, такие события, как крах «Enron», считаются доказательствами того, что рынок стал слишком свободным. В конце концов, «в старые добрые времена» регулирования функционирования рынка такие проблемы не возникали.

В этой книге мы утверждаем обратное. Рынки не только не стали слишком свободными, но и не могут ими стать: их всегда сковывают и подавляют, потому что их политические основы крайне уязвимы. Конкурентные рынки выгодны всем, но никто не получает огромных доходов от сохранения конкурентности системы. Даже капиталистам не выгодно ее защита. Последовательно добиваясь государственной защиты от конкуренции, они зачастую оказываются худшими врагами капитализма. Без сильных политических групп, поддерживающих рынок, и под продолжительным давлением со стороны крупных корпораций рынки всегда слишком ограничены, никогда не являясь слишком свободными.

Это не значит, что рынкам не нужны правила. Наш идеал свободного рынка — не анархия джунглей и не Дикий Запад, а прозрачные равные правила игры, где у всех есть равные шансы на участие, а победу одерживает тот, кто обеспечивает лучшую цену деньгам. Чтобы обеспечить равенство правил игры, рынкам тоже нужны правила, по которым они будут функционировать. Часто эти правила возникают из конкурентных процессов, как при создании ассоциаций самоуправления, но иногда необходимо, чтобы высшая власть внедряла их и обеспечивала их исполнение. Без должного выполнения правил доминирует закон джунглей, а не закон одинаковых правил.

С одной стороны, отсутствие правил позволяет разным игрокам играть по разным правилам, но слишком много неведных правил делают то же самое, особенно когда эти правила вводятся, как случается слишком часто, под давлением влиятельных компаний. По-настоящему свободный и конкурентный рынок занимает очень уязвимую среднюю позицию между отсутствием правил и наличием подавляющих функционирование рынка правил. Именно из-за узости этой средней позиции наилучшая форма капитализма столь нестабильна. Он легко деградирует в систему, состоящую из влиятельных игроков, созданную влиятельными игроками и для влиятельных игроков. Именно эта форма капитализма существовала на протяжении почти всей истории человечества и, к сожалению, превалирует на большей части земного шара до сих пор.

Но по-настоящему конкурентный рынок — это вовсе не утопический идеал; он вполне достижим. В условиях более развитых финансовых рынков, которые предоставляют людям шанс, и высокого уровня политической конкуренции, которая ограничивает возможности крупных корпораций, в последние два десятилетия мы получили определенный выигрыш от продвижения к идеалу. Большая доступность капитала постепенно исправляет пороки капитализма — тиранию капитала над рабочей силой, чрезмерную концентрацию промышленности, неравномерное распределение доходов в пользу собственников капитала, отсутствие возможностей для бедных... У людей теперь больше возможностей добиться успеха самостоятельно, и даже если они работают на какую-либо компанию, с ними обращаются лучше, поскольку компании стали менее авторитарными по отношению к своим сотрудникам.

Но все эти достижения можно обернуть вспять. Рынки не идеальны, как и контролирующая их нормативная надстройка. Нередки такие отклонения, как «Enron», требуется пересмотр некоторых аспектов системы корпоративного управления. Но гнев работников и инвесторов, потерявших все, не должен становиться предлогом для массового вмешательства: исторический опыт свидетельствует, что в такие времена вмешательство неизбежно направляется не туда, куда следует. Нынешняя буря минует — будем надеяться, она не причинит серьез-

ных разрушений, — но что предотвратит серьезный кризис, который затормозит развитие рынков еще на 50 лет?

Лишь в последние годы экономисты пачали снова уделять внимание институтам, поддерживающим систему рынков, поэтому неудивительно, что общественность не отдает себе отчет в их политической уязвимости. Но слишком многие экономисты играют с элегантными моделями рынков совершенной конкуренции, не задаваясь вопросом, как формируются рынки, как они развиваются и терпят крах. Возможно, причиной подобной необъективности является то, что большинство выдающихся ученых-экономистов живут в странах, где рынки успешно функционируют, поэтому у них нет причин беспокоиться о будущем их собственных рыночных экономик и возможности приобрести больше влияния в странах, которым отчаянно требуется стабильная экономика.

Когда 10 лет назад западных экономистов приглашали в качестве советников в страны, которым предстоял сложный переход от социализма к рынку, они считали своей первоочередной задачей создание основных институтов. Например, они полагали, что за переходом принадлежащих государству активов в частную собственность непременно последует формирование других институтов, необходимых рыночной экономике. Но экономические институты не появляются и не развиваются без политической поддержки. Под политической поддержкой мы понимаем не только поддержку процесса приватизации, но и создание групп, которым будут выгодны свободные рынки и которые смогут поддерживать их политическими средствами. Именно это, возможно, неосознанно сделали Генрих VII и Генрих VIII, когда «приватизировали» землю, отнятую у церкви и дворянства. Именно этого не произошло во многих странах Восточной Европы. Мы должны лучше понимать политические основы рынков, чтобы оказать им более серьезную поддержку.

К несчастью, сражаться за рынки приходится не только в условиях переходной экономики — в самых развитых странах за них нужно бороться каждый день. Рынкам требуется политическая поддержка, но само их функционирование эту поддержку подрывает. В результате рынок является уязвимым институтом, прокладывающим узкий путь

между Сциллой чрезмерного государственного вмешательства и Харибдой слишком слабой государственной поддержки.

Самой серьезной опасностью для рыночной демократии сегодня является не скатывание в социализм, но возврат к системе, основанной на личных связях, подавляющей конкуренцию под предлогом снижения риска. Но мы не можем избежать этого, проповедуя отказ государства от участия в экономике. Мы рискуем не только никогда не развить необходимую инфраструктуру, вследствие чего рынок не сможет функционировать и будет доступным лишь для меньшинства; мы рискуем сохранить чрезмерную уязвимость рынка перед отрицательной политической реакцией на неизбежные экономические спады. Именно поэтому нам требуется баланс сил, который не может возникнуть сам по себе (в результате молитвы).

Вместо этого мы предлагаем сбалансированный набор предложений, которые, будучи внедренными в комплексе, укрепят политические основы рынков. Эти предложения обеспечат отсутствие стимулов к противостоянию рынкам у влиятельных кругов; даже если они захотят ограничить конкуренцию, у них практически не будет возможности это сделать; общественность не будет слишком сильно бояться рынков или возмущаться ими, а интересы тех, кто противостоит рынкам, будут полностью открыты для нее.

Но, возможно, наиболее важна основная идея всей книги. Политики пренебрегают общественными интересами, потому что общественность часто не осознает, в чем заключаются ее интересы. Если книги, подобные нашей, смогут повысить осведомленность общественности, они снизят одни из основных издержек на коллективную деятельность — издержки на понимание ключевых проблем — и привлекут внимание политиков. Если нам удалось хотя бы отчасти убедить читателя, то эта книга оправдала свое назначение.

# ПРИМЕЧАНИЯ

## Введение

<sup>1</sup> Muhammad Yunus. Banker to the Poor: The Autobiography of Muhammad Yunus, Founder of the Grameen Bank. London: Aurum Press, 1998. P. 46—48.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Описание поискового фонда взято из работы профессора Говарда Стивенсона («Early Career LBOs Using the Search Fund Mode», HBS case note 9-897-092). Мы благодарны Кевину Тавелю и Джиму Эллису за согласие дать интервью для подготовки данной книги.

<sup>4</sup> Центр изучения предпринимательства Стэнфордского университета, работа “Search Fund Study — 2001”, [www.gsb.stanford/-ces/search\\_funds\\_study\\_2001.html](http://www.gsb.stanford/-ces/search_funds_study_2001.html).

<sup>5</sup> Взято из работы Дэвида Элтиса (David Eltis), цит. в: Kenneth Sokoloff “Institutions, Factor Endowments, and Paths of Development in the New World” (UCLA, working paper, 2000).

<sup>6</sup> Adam Smith, The Wealth of Nations, Book I, Chapter 11, ed. Edwin Canan, 1776; Chicago: University of Chicago Press, 1976. P. 278. [Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Т. 1. М.: ОГИЗ СОЦЭКГИЗ, 1935. С. 222.]

<sup>7</sup> См.: Kathy He, Randall Morck, and Bernard Yeung, “Corporate Stability and Economic Growth” (New York University, working paper).

<sup>8</sup> См.: Stanley Engerman and Kenneth Sokoloff, “Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States”, NBER historical working paper no. 66, 1994.

<sup>9</sup> См.: О различиях в характере европейского колониального управления на основе уровня смертности: D. Acemoglu, S. Johnson, and J. Robinson, "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Study", *American Economic Review* 91 (2001): 1369–1401.

<sup>10</sup> См.: О низком уровне образования: Kenneth Sokoloff and Stanley L. Engerman, "Institutions, Factors Endowment, and Paths of Development in the New World", *Journal of Economic Perspective* 14 (2000): 217–232. О низком уровне финансирования см.: Stephen Haber, "Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Governmental Regulation, Financial Innovation, and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840–1930", in "How Latin America Fell Behind", ed. Stephen Haber. Stanford, Calif.: Stanford University Press, 1997.

<sup>11</sup> Gabriel Kirkpatrick, "Rural Credit in North Carolina". CUNA, [www.cuna.org/dats/cu/researchyirc/archive4\\_i.html](http://www.cuna.org/dats/cu/researchyirc/archive4_i.html).

<sup>12</sup> См.: R. Kroszner, P. Strahan, "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions", *Quarterly Journal of Economics*, November 1999: 1437–1467 и Jith Jayaratne, Philip Strahan, "Entry Restrictions, Industry Evolution, and Dynamic Efficiency: Evidence from Commercial Banking", *Journal of Law and Economics* 41 (1998): 239–274.

<sup>13</sup> Отрывок речи, произнесенной 3 апреля 1913 г. президентом Международного конгресса исторических исследований Брайсом, цит. по: E. Powell, *The Evolution of the Money Market (1385–1915): A Historical and Analytical Study of the Rise and Development of Finance as a Centralized Coordinated Force*, London: The Financial News, 1915. P. 704.

## **Глава 1. Выгоды финансовой системы: только для богатых?**

<sup>1</sup> Tom Wolfe, *The Bonfire of the Vanities*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1987. P. 229. [Вулф Т. Костры амбиций: Роман. Кн. 1. М.: Иностранка: Б.С.Г.-Пресс, 2001. С. 351–352.]

<sup>2</sup> Цит. по: Louis D. Brandeis, *Other People's Money*. Washington, DC: National Home Library Foundation, 1933. P. 1.

<sup>3</sup> См.: J. Stiglitz and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71 (1981): 393–410.

<sup>4</sup> О залоге см.: Yuk Shee Chan, Ajan V. Thakor, "Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information", *Journal of Finance* 42 (1987): 345–364 и D. Besanko, A. Thakor, "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", *International Economic Review* 28 (1987): 671–689.

<sup>5</sup> Важно то, что Шейлок несправедлив к купцу, в противном случае он бы не захотел забрать фунт его плоти, и сама эта угроза была бы неправдоподобной.

<sup>6</sup> Jappelli T., Pagano M., Bianco M. "Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement of Credit Markets", CEPR working paper no. 3347, April 2002. Среди схожих исследований: M. Chiuri and T. Jappelli, "Credit Market Imperfections and Home Ownership: A Comparative Study", CEPR discussion paper no. 2717, 2001; D. Fabbri and Mario Padula, "Judicial Costs and Household Debt", working paper, Center for Studies in Economics and Finance, University of Salerno, Italy, 2001; Lee Alston, "Farm Foreclosure Moratorium Legislation: A Lesson from the Past", *American Economic Review* 74, no. 3 (1984): 445–458; R. Gropp, J. Scholz, and M. White, "Personal Bankruptcy and Credit Supply and Demand", *Quarterly Journal of Economics* 112 (1997): 217–251.

<sup>7</sup> Gropp, Scholz, and White, "Personal Bankruptcy and Credit Supply and Demand", 217–251.

<sup>8</sup> Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*. New York: Basic Books, 2000. [Сото Э. де. Загадка капитала: почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. М.: Олимп-бизнес, 2001.]

<sup>9</sup> См., например: M. Petersen and R. Rajan, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance* 49 (1994): 3–37.

<sup>10</sup> Luigi Guiso and Luigi Zingales, "The Rise of Bank Relationships", University of Chicago, working paper, 1999.

<sup>11</sup> Naomi Lamoreaux, *Insider Lending: Banks, Personal Connections and Economic Development in Industrial New England*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1994.

<sup>12</sup> См.: Rajan R.G. "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt," *Journal of Finance* 47 (1992): 1367 – 1400.

<sup>13</sup> Доклад комиссии Пуджо, цит. по: Brandeis, *Other People's Money*. P. 31.

<sup>14</sup> E.J. Hobsbawm, *The Age of Capital, 1848–1885*. New York: New American Library, 1979. P. 242.

<sup>15</sup> См.: Harris Corporation, *Business History Review*, "Founding Dates of the 1994 Fortune 500 U.S. Companies", spring 1996, 69 – 90.

<sup>16</sup> См.: J. Fear, "German Capitalism", in: *Creating Modern Capitalism: How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions*, ed, T. McCraw. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1997. P. 181.

<sup>17</sup> См.: R.W. Fogel, *The Fourth Great Awakening and the Future of Egalitarianism*. Chicago: University of Chicago Press, 2000. P. 112. См. также ссылки в данной работе.

<sup>18</sup> T. McCraw, "American Capitalism", in: *Creating Modern Capitalism*. P. 320.

<sup>19</sup> A. Chandler, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge, Mass.: Belknap Press, 1990. P. 18.

<sup>20</sup> R. Chernow, *Titan: The Life of John D. Rockefeller*. New York: Random House, 1998. P. 226.

<sup>21</sup> Chandler. *Scale and Scope*. P. 25.

<sup>22</sup> Chernow. *Titan*. P. 288.

<sup>23</sup> Chandler. *Scale and Scope*. P. 25.

<sup>24</sup> Chernow. *Titan*. P. 265.

<sup>25</sup> David Blau, "A Time Series Analysis of Self-Employment in the United States", *Journal of Political Economy* 95, no. 3 (1987): 445 – 468.



<sup>26</sup> Модель данного явления см.: R. Rajan, L. Zingales, "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms", *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): 805—852.

<sup>27</sup> Chandler. Scale and Scope. P. 598.

<sup>28</sup> Описание модели раздувания штата владельцами компаний с целью не допустить роста заработной платы см.: L. Stole and J. Zwiebel, "Organizational Design and Technology Choice under Intra-Firm Bargaining", *American Economic Review* 86 (1996): 195—223.

<sup>29</sup> Вкратце, вертикально интегрированные компании используют несколько источников мотивации. Внутренняя конкуренция и бюрократизация гарантировала, что работники не станут незаменимыми, в то время как возможность продвижения по служебной лестнице не давала им утратить мотивацию. См.: Rajan and Zingales, "The Firm as a Dedicated Hierarchy".

<sup>30</sup> Claudia Goldin and Lawrence Katz, "The Returns to Skill in the United States across the Twentieth Century", NBER working paper 7126, 1999.

<sup>31</sup> Dani Rodrik. "Democracies Pay Higher Wages", NBER working paper 6364, 1998.

## Глава 2. Обновленный Шейлок

<sup>1</sup> О влиянии либерализации на премии см.: Anusha Chari, Peter Henry, "Does Diversification Drive Stock Price Revaluation?" Stanford research paper no. 1677, 2001. О влиянии на инвестиции см.: Peter Henry, "Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Price", *Journal of Finance* 55 (2000): 529—564.

<sup>2</sup> Технически, производные ценные бумаги являются контрактами, выплаты по которым являются функцией (или производятся от) стоимости другой основной ценной бумаги. Например, опцион «колл» на акции «Microsoft» дает покупателю право, но не обязанность приобрести акции «Microsoft» по заранее определенной цене (допустим, 50 долларов) в течение определенного периода (допустим, 3 месяца). Если в течение 3 месяцев цены на акции «Microsoft» не будут превы-

шать 50 долларов, то покупателю невыгодно использовать опцион. Срок действия неиспользованного опциона истекает, а покупатель не получает ничего. Если цена превышает 50 долларов, то покупатель использует опцион и получает прибыль — разницу между ценой на акции в день покупки и 50 долларами.

<sup>3</sup> Данное описание в основном базируется на следующих работах: Peter Tufano "How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy", *Harvard Business Review* 79 (1996); Donald Collat and Peter Tufano, "The Privatization of Rhone-Poulenc", *Harvard Business School Case* 9-295-049.

<sup>4</sup> Kenneth Froot, "The Market for Catastrophic Risk: A Clinical Examination", *NBER working paper* 8110.

<sup>5</sup> Данные с сайта компании «Dun and Bradstreet».

<sup>6</sup> M. Petersen, R. Rajan, "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending", *Journal of Finance* (2002).

<sup>7</sup> Clayton Christensen, *The Innovators' Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

<sup>8</sup> Недавнее исследование финансовой отчетности компаний из 34 стран за период 1985—1998 гг. показало, что отчетность, составленная по американским стандартам бухгалтерского учета, в целом является наиболее прозрачной. См.: Utpal Bhattacharya, Hazem Daouk, Michael Welker, "The World Price of Earnings Opacity", *Indiana University working paper*, 2002.

<sup>9</sup> M. Lang, K. Lins, and D. Miller, "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?" *University of Utah, working paper*, 2002.

<sup>10</sup> R. Morck, B. Yeung, and W. Yu, "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?" *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 215—260.

<sup>11</sup> Jeffrey Wurgler, "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 187—214.

<sup>12</sup> "Market Says No to UniCredito-Commerz. Alliance, Corriere della Sera, September 4, 2001. "UniCredito Concerned over Share Price Fall", Financial Times (London), September 10, 2001, 24.

<sup>13</sup> "Borsa: UniCredito (+5,9%) strappa dopo rottura trattative Commerzbank", AFX News Limited, September 11, 2001.

<sup>14</sup> Mark L. Mitchell and Kenneth Lehn, "Do Bad Bidders Become Good Targets?" Journal of Political Economy 98 (1990): 372–398.

<sup>15</sup> Это явление известно как парадокс Гроссмана-Стиглица (Grossman-Stiglitz paradox). См.: Sanford Grossman and Joseph Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review 70, no. 3 (1980): 393.

<sup>16</sup> B. Black, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data", Stanford Law School, working paper, 2000.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Alexander Dyck, Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", NBER working paper no. 8711, 2002.

<sup>19</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", Journal of Finance 54, no. 2 (1999): 471–517. В этой работе впервые был проведен межстрановой анализ, который показал, что низкий уровень институционального развития может привести к концентрации собственности.

<sup>20</sup> Ключевой работой в этой области является: Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy 106 (1998): 1113. О корреляции между «личными доходами» и защитой акционеров см.: Dyck and Zingales, "Private Benefits of Control".

<sup>21</sup> Dyck and Zingales, "Private Benefits of Control".

<sup>22</sup> Leora Klapper and Inessa Love, "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", World Bank, working paper, 2002.

<sup>23</sup> Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review 76 (1986): 323–339.

<sup>24</sup> G. Zachary, "His Way", Wall Street Journal, June 2, 1994.

<sup>25</sup> Описание данной ситуации заимствовано в основном из следующей работы: G. Baker, "Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value", *Journal of Finance* 47, no. 3 (1992): 1081–1120.

<sup>26</sup> Ibid. P. 1096.

<sup>27</sup> O.J. Blanchard, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "What Do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics* 36 (1994): 337–360.

<sup>28</sup> Ibid. P. 358.

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Darin Clay, "The Role of Institutional Investors» (University of Chicago, Ph.D. diss., 2001).

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> В данный момент мы ведем проект по этой теме совместно со Стюартом Майерсом из Массачусетского технологического университета.

<sup>33</sup> Steven Kaplan and Per Stromberg, "How Do Venture Capitalists Choose and Monitor Investments?" University of Chicago, working paper, 2000.

<sup>34</sup> Josh Lerner, "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms", *Journal of Finance* 50 (1995): 301–318.

<sup>35</sup> Ibid.

<sup>36</sup> Kaplan and Stromberg, "How Do Venture Capitalists Choose and Monitor Investments?"

<sup>37</sup> M. Gorman and W. Sahlman, "What Do Venture Capitalists Do?" *Journal of Business Venturing* 4 (1989): 231–248.

### **Глава 3. Финансовая революция и личная экономическая свобода**

<sup>1</sup> Данные за 1970 г.: R. Rajan, L. Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century", *Journal of Financial Economics* (forthcoming); данные на 2000 г.: Federation Internationale pour Bourse Valeurs.

<sup>2</sup> Данные на 1970 г.: Rajan, Zingales, "The Great Reversals"; данные на 2000 г.: Federation Internationale pour Bourse Valeurs.

<sup>3</sup> Bank for International Settlements Quarterly Review, March 2002.

<sup>4</sup> Council of Economic Advisers, Economic Report of the President (Washington, DC: U.S. Government Printing Office, February 2002), 412.

<sup>5</sup> Ibid. P. 261.

<sup>6</sup> Louis D. Brandeis, letter to Robert W. Bruere, Columbia Law Review 31 (1922): 7.

<sup>7</sup> Louis D. Brandeis, Other People's Money. Washington, DC: National Home Library Foundation, 1933. P. 62.

<sup>8</sup> Joel Seligman, The Transformation of Wall Street. Boston: Northeastern University Press, 1995. P. 42.

<sup>9</sup> Доказательства того, что принятие законов «нового курса» имело политическую, а не экономическую мотивацию, см.: George Benston, The Separation of Commercial and Investment Banking. Oxford: Oxford University Press, 1990. Также см.: Randall Kroszner and Raghuram G. Rajan, "Is the Glass Steagall Act Justified?: Evidence from the U.S. Experience with Universal Banking, 1921–1933", American Economic Review 84 (1994): 810–832.

<sup>10</sup> Данные по венчурному капиталу: J. Lerner, Venture Capital and Private Equity: A Casebook. New York: Wiley, 2000. Согласно данным МВФ, общий объем инвестиций в основные фонды в Италии в 1997 г. составил 324,9 трлн. итальянских лир, или 184 млрд. долл. США.

<sup>11</sup> PricewaterhouseCoopers/Venture Economics/National Venture Capital Association MoneyTree Survey. [www.pwcglobal.com/-cy/eng/about/pressrm/PressRelCurrent/Money\\_Tree.html](http://www.pwcglobal.com/-cy/eng/about/pressrm/PressRelCurrent/Money_Tree.html).

<sup>12</sup> Fischel, Payback: The Conspiracy to Destroy Michael Milken. P. 24.

<sup>13</sup> Данные с 1977 по 1986 г.: B. Holmstrom and S. Kaplan, "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and the 1990s", Journal of Economic Literature 15, no. 2 (2001), 121–144.

<sup>14</sup> Christian Science Monitor, "Time Might Be Right for a Hunk of Junk", February 11, 2002.

<sup>15</sup> Обычно крупный заказ получает невыгодную цену. Специалистам приходится придерживать его какое-то время, прежде чем продать его. Они также опасаются, что крупные трейдеры обладают более полной информацией. Посредством более низкой цены они требуют компенсацию за риск.

<sup>16</sup> Детальное описание эффекта отмены фиксированных комиссионных см.: M. Blume, J. Siegel, and D. Rottenberg. *The Revolution on Wall Street: The Rise and Decline of the New-York Stock Exchange*. New York: Norton, 1993.

<sup>17</sup> P. Gompers and A. Metrick, "Institutional Investors and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics* 116, no. 1 (2001): 229–260; J. Poterba and A. Samwick, "Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption", *Brookings Paper on Economic Activity* 2 (1985): 295–357; *Statistical Abstract of the United States*, 2001, Washington, DC: U.S. Bureau of the Census (2001): 739.

<sup>18</sup> *Statistical Abstract of the United States*, 2001, table 1214.

<sup>19</sup> Holmstrom and Kaplan, "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S".

<sup>20</sup> James M. Poterba, "The Rate of Return to Corporate Capital and Factor Shares: New Estimates Using Revised National Income Accounts and Capital Stock Data", NBER working paper no. W6263, 1999.

<sup>21</sup> William Shepherd, "Causes of Increased Competition in the U.S. Economy, 1939–1980", *Review of Economics and Statistics* 64, issue 4 (1982): 613–626. Цит. по: David Audretsch, A. Roy Thurik, "What's New about the New Economy? Sources of Growth in the Managed and Entrepreneurial Economies", discussion paper 44, ERIM, 2000.

<sup>22</sup> *Economic Report of the President* (1998, 2001).

<sup>23</sup> Audretsch and Thurik. "What's New about the New Economy?"

<sup>24</sup> G. Dosi "Sources, Procedures and Microeconomic Effects of Innovation", *Journal of Economic Literature* 26 (1988): 1120–1171; Frederic Pryor, "Will Most of Us Be Working for Giant Enterprises by 2028?" *Journal of Economic Behavior and Organization* 44, no. 4 (2000): 363–382.

<sup>25</sup> См., например: B. Carlsson. The Rise of Small Business: Causes and Consequences. Цит. по: W. J. Adams, ed., Singular Europe: Economy and Policy of the European Community after 1992. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1992. P. 145–169.

<sup>26</sup> Erik Bynjolfson, Thomas W. Malone, Vijay Gurbaxani, and Ajit Kambil, eds., The Impact of the Modern Corporation. New York: Columbia University Press, 1994. Nicholas Komninos, The Effect of Information Technology on Average Firm Size and the Degree of Vertical Integration in the Manufacturing Sector (American University, Ph.D. diss., 1994).

<sup>27</sup> Все факты и цитаты в данном отрывке (до конца раздела) взяты из: "The Record Industry Takes Fright", Economist, January 29, 2000, 69.

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Statistical Abstract of the United States, 2001, 377. Данные отражают количество занятых в возрасте от 18 до 34 лет в 1978–1998 гг.

<sup>31</sup> David Jaeger and Ann Stevens, "Is Job Stability in the United States Falling? Reconciling Trends in the Current Population Survey and Panel Study of Income Dynamics", NBER working paper no. 6650, 1998. Одной из причин нестабильности может являться реструктуризация корпораций в 1980–1990-х гг.

<sup>32</sup> Описание модели см.: R. Rajan and L. Zingales, "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms", Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 805–852.

<sup>33</sup> Tim Jackson. Inside Intel: Andy Grove and the Rise of the World's Most Powerful Chip Company. New York: Penguin Group, 1997.

<sup>34</sup> AmarV. Bhidé. Origin and Evolution of New Business. New York: Oxford University Press, 2000. P. 94.

<sup>35</sup> Martin Caree, Andre van Stel, Roy Thurik, and Sander Wennekers, "Economic Development and Business Ownership: An Analysis Using Data of 23 OECD Countries in the Period 1976–1996", Small Business Economics, June 2000; David M. Blau, «A Time-Series Analysis of Self-Employment in the United States», Journal of Political Economy

95, no. 3 (1987): 445–467; D.B. Audretsch, M.A. Carree, A.J. van Stel, and A.R. Thurik, “Impeded Industrial Restructuring: The Growth Penalty”, Institute for Development Strategies, research paper, October 2000.

<sup>36</sup> B. Carlsson, “The Evolution of Manufacturing Technology and Its Impact on Industrial Structure: An International Study”, *Small Business Economics* 1 (1989): 21–37; B. Carlsson, “Small Business, Entrepreneurship, and Industrial Dynamics”, in: *Are Small Firms Important? Their Role and Impact*, ed. Z. Acs. Dordrecht, Netherlands: Kluwer Academic Publishers, 1999. P. 99–110.

<sup>37</sup> Годовые отчеты «General Motors».

<sup>38</sup> Rebecca Blumenstein and Fara Warner, “GM Seeks to Make Delphi Unit Independent”, *Wall Street Journal*, August 4, 1998.

<sup>39</sup> Факты взяты из: S. Davis and J. Haltiwanger, “The Distribution of Employees by Establishment Size: Patterns of Change and Comovement in the United States, 1962–85” (University of Chicago, 1989, mimeo).

<sup>40</sup> Pryor, “Will Most of Us Be Working for Giant Enterprises by 2028?”

<sup>41</sup> Впервые этот вопрос был поставлен в: Armen Alchian and Harold Demsetz, “Production, Information Costs and Economic Organization”, *American Economic Review* 62 (1972): 777–795.

<sup>42</sup> Истоки теории ключевых ресурсов — в работах таких социологов, как Ричард Эмерсон, об источниках власти (Richard Emerson, “Power Dependence Relations”, *American Sociological Review* 27 [1963]: 31–41). Теоретики менеджмента развили эти идеи, сконцентрировавшись на компетенциях компании как ключевых ресурсах (Birger Wernerfelt, “A Resource Based View of the Firm”, *Strategic Management Journal* 5 (1984): 171–180; G. Hamel, C. Prahalad, “The Core Competence of the Corporation”, *Harvard Business Review* 68 (1990): 79–91). Основополагающая работа по данной проблеме в области экономики посвящена правам собственности как источнику власти. Она также затрагивает фундаментальный вопрос о том, почему власть может быть недоговорной (S. Grossman and O. Hart, “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration”,



Journal of Political Economy 94 [1986]: 691–719). На настоящий момент теория рассматривает в качестве ключевого ресурса не только права собственности (см.: R. Rajan and L. Zingales, “Power in a Theory of the Firm”, *Quarterly Journal of Economics* 112 [1998]: 387–432; Bengt Holmstrom, “The Firm as a Subeconomy”, *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 [1999]: 74–102).

<sup>43</sup> Данные в этом абзаце взяты из: Statistical Abstract of the United States, 2001, table 593.

<sup>44</sup> См.: Rebecca Demsetz, “Human Resources Needs in the Evolving Financial Sector”, *Current Issues*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 3, no. 13, November 1997.

<sup>45</sup> См.: Larry Hunter, Annette Bernhardt, Katherine Hughes, Eva Skuratowicz, “It’s Not Just the ATMs: Technology, Firm Strategies, Jobs, and Earnings in Retail Banking”, Wharton Financial Institutions Center, working paper, 2000.

<sup>46</sup> Мы благодарны Марку Кнезу за этот пример.

<sup>47</sup> L. Katz and K. Murphy, “Changes in Relative Wages, 1963–1987: Supply and Demand Factors”, *Quarterly Journal of Economics* 107 (February 1992): 33–78.

<sup>48</sup> Paul Beaudry and David Green, “Changes in U.S. Wages 1976–2000: Ongoing Skill Bias or Major Technological Change?” NBER working paper no. 8787. Одной из загадок является следующее: если человеческий капитал приобретает все большее значение, то почему вклады факторов капитала и рабочей силы оставались практически неизменными на протяжении века (Thomas Piketty and Emmanuel Saez, “Income Inequality in the United States, 1913–1998”, NBER working paper no. w846y, 2001)? Возможное объяснение может состоять в том, что капиталоемкость производства повысилась — отчасти в связи с большей доступностью капитала. Еще одной причиной может являться то, что отчасти компенсация за труд теперь осуществляется посредством опционов.

<sup>49</sup> Об организационных проблемах работы с косвенной информацией см.: Jeremy Stein, “Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical Firms”, *Journal of Finance*, October 2002; A. Berger, N. Miller, M. Petersen, R. Rajan, and J. Stein, “Does Func-

tion Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks”, NBER working paper w8752, 2002. О ликвидации среднего управленческого звена в банках см.: Hunter et al., “It’s Not Just the ATMs”. О ликвидации данного звена в промышленных компаниях, упрощении их организационной структуры и децентрализации см.: R. Rajan, J. Wulf, “The Flattening Firm”, University of Chicago, working paper, 2002.

<sup>50</sup> “John Meriwether by the Numbers”, Institutional Investor, November 1996, 62.

<sup>51</sup> В статье “John Meriwether by the Numbers” приводится разговор между Дерексом Могэном, руководителем «Salomon» и Джеральдом Розенфельдом из «Lazard Freres». Могэн спросил Розенфельда, чего он больше всего боится в связи с «Salomon». «Того, что теперь, после ухода Меривезера, уйдут и все арбитражеры», — ответил Розенфельд. По словам Розенфельда, Могэн резко ответил: «Никогда. Все они привязаны к “Саломон”».

<sup>52</sup> Джон Гатфренд, начальник Меривезера в «Саломон» в период кризиса, приходил в торговые залы, но его преемники этого уже не делали.

<sup>53</sup> Economist, April 8, 2000, 76.

<sup>54</sup> C. Prendergast, “The Provision of Incentives in Firms”, Journal of Economic Literature 37, no. 1 (March 1999): 7–63.

<sup>55</sup> Piketty and Saez, “Income Inequality in the United States, 1913–1998”.

<sup>56</sup> Robert Fogel. The Fourth Great Awakening and the Future of Egalitarianism. London: University of Chicago Press, 2000. P. 219.

## Глава 4. Темная сторона финансов

<sup>1</sup> International Financial Risk Institute, “Not Just One Man — Barings”, <http://newrisk.ifci.ch/i3755o.htm>.

<sup>2</sup> Описание модели см.: Douglas Diamond and Raghuram Rajan, “Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking”, Journal of Political Economy 109 (2001): 287–327.

<sup>3</sup> Описание модели см.: S. Myers and R. Rajan, "The Paradox of Liquidity", *Quarterly Journal of Economics* 113, no. 3 (August 1998).

<sup>4</sup> Одним из возможных определений эффективности рынка является следующее: цены равны реальной стоимости. Еще одним возможным определением является то, что почти невозможно получить более высокую доходность, чем среднерыночная, с учетом поправки на риск. Классические исследования по данной проблеме: Eugene Fama, "Risk, Return, and Equilibrium", *Journal of Political Economy* 78, no. 1 (February 1971): 289–298; Eugene Fama, "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance* 46, no. 5 (December 1991): 1575–1617.

<sup>5</sup> L. Roshental and C. Young, "The Seemingly Anomalous Price Behavior of Royal Dutch Shell and Unilever nv/plc", *Journal of Financial Economics* 26 (1990): 123–141. K. Froot and E. Debora, "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" *Journal of Financial Economics* 53 (1999): 189–216.

<sup>6</sup> Описание данной ситуации основано на следующей работе: O. Lamont and R. Thaler, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech-Stock Carve-outs", working paper. University of Chicago, 2000. См. Также: Brad Cornell and Qiao Liu, "The Parent Company Puzzle: When Is the Whole Worth Less Than One of the Parts?" *Journal of Corporate Finance* 7, no. 6 (2000): 341–366; Michael Schill and Chunsheng Zhou, "Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet Subsidiary Carve-guts"; Mark Mitchell, Todd Pulvino, and Erik Stafford, "Limited Arbitrage in Equity Markets", *Journal of Finance* 32, no. 2 (February 2002). Подробное описание интернет-бума, рассчитанное на широкого читателя, см.: Michael J. Mandel. *The Coming Internet Depression: Why the High-Tech Boom Will Go Bust, Why the Crash Will Be Worse Than You Think, and How to Prosper Afterward*. New York: Basic Books, 2000.

<sup>7</sup> «Зачем ты нам об этом рассказываешь?» — еще один подходящий вопрос, который можно задать авторам книг с названиями типа «Как заработать на фондовом рынке миллион долларов».

<sup>8</sup> Michael C. Jensen, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency", *Journal of Financial Economics* 6 (1978): 95–101.

<sup>9</sup> Критику исследований эффективных рынков см.: L. Summers, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" *Journal of Finance* 41, issue 3 (1986): 591–600. Замечательная книга об иррациональности рынков — Robert Shiller. *Irrational Exuberance*. New York: Broadway Books, 2001.

<sup>10</sup> Основопологающей работой по данному вопросу является: A. Shleifer and R. Vishny, "The Limits to Arbitrage", *Journal of Finance* 52, no. 1 (1997), 35–56.

<sup>11</sup> Данные, приведенные в следующих нескольких абзацах, взяты из следующих работ: Carol Loomis, "A House Built on Sand", *Fortune Magazine*, October 26, 1998; David Shirreff, "Five Days That Shook the World", *Euromoney* (November 10, 1998).

<sup>12</sup> Eli Ofek, Matthew Richardson, "DotCom Mania: A Survey of Market Efficiency in the Internet Sector", working paper, New York University, 2001.

<sup>13</sup> Justin Baer, "Buyback, Palm Distribution Boost 3Com Shares", *Chicago Sun Times*, May 9, 2000.

<sup>14</sup> Ofek and Richardson, "DotCom Mania".

<sup>15</sup> Арбитражная операция также может быть неосуществимой потому, что инвестор должен занять акции «Palm» и продать их. Поскольку «3Com» предложила на продажу лишь 5 % акций «Palm», то, по сути, было доступно лишь небольшое количество акций, большую часть из которых держали индивидуальные инвесторы, которые обычно не дают акции в долг. Таким образом, занимать акции «Palm» стало чрезвычайно дорого, если не невозможно.

<sup>16</sup> Lamont and Thaler, "Can the Market Add and Subtract?", 27.

<sup>17</sup> См. например: президентское обращение Мертона Миллера к Американской финансовой ассоциации (Merton Miller, "Debt and Taxes", *Journal of Finance* 32 (1977): 261–275).

<sup>18</sup> Ofek, Richardson, "DotCom Mania".

<sup>19</sup> В рамках исследования, проведенного одним из авторов, обнаружилось, что чем больше аналитиков, которые изучают изначально открытые предложения, тем больше начальные доходы инвесторов (Raghuram Rajan, Henri Servaes, "Analyst Following of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 52 [1997]: 507–529).

<sup>20</sup> Ofek, Richardson, "DotCom Mania".

<sup>21</sup> См.: Barbara Donnelly, Michael Sesit, "U.S. Bears Bets May Roil Japan's Turmoil", Wall Street Journal, April 17, 1990. В целом, введение опционов на акции снижает рыночные цены на акции на 5 % (см.: Sorin Sorescu, "The Effect of Options on Stock Prices: 1973 to 1995" Journal of Finance 55 (2000): 487–514).

<sup>22</sup> Цит. по: R. Wermers, "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices", Journal of Finance 54, no. 2 (1999): 584.

<sup>23</sup> Данные по этому вопросу см.: Judy Chevalier and Glenn Ellison, "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", Journal of Political Economy 105, no. 6 (December 1997): 1167–1200.

<sup>24</sup> Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?" Brookings Papers on Economic Activity 2 (1990): 157–202.

<sup>25</sup> Oliver Blanchard, Changyong Rhee, and Lawrence Summers, "The Stock Market, Profit, and Investments", Quarterly Journal of Economics 108 (1990): 115–137.

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> См. комментарии к: James Poterba, "The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?" Brookings Papers on Economic Activity 2 (1990): 208–213.

<sup>28</sup> Данные с сайта [www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com).

<sup>29</sup> Данные по общему объему инвестиций: the Council of Economic Advisers, Economic Report of the President, 2002, 342. Показатель за 2002 г. рассчитан на основе данных за первые три квартала.

<sup>30</sup> Nicholas George, "Sonera Abandons 3G Plans and Returns License", Financial Times, August 10, 2001.

<sup>31</sup> Dan Roberts, "Glorious Hopes on a Trillion–Dollar Scrapheap", Financial Times, September 5, 2001.

<sup>32</sup> 809 млрд долл. — кредиты, полученные от международных банков, 415 млрд — облигационные займы, и 500 млрд — эмиссии на фондовом рынке. См.: Roberts, "Glorious Hopes".

<sup>33</sup> G. Kaminsky and C. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", American Economic Review 89 (1999): 473–500.

## Глава 5. Пределы финансового развития

<sup>1</sup> Kenneth Sokoloff and Stanley L. Engerman, "Institutions, Factor Endowments and Paths of Development in the New World", *Journal of Economic Perspectives* 3 (2000): 217–232.

<sup>2</sup> Изучив данные по 35 странам за 1860–1963 гг., экономист Рэймонд Голдсмит сделал крайне осторожно сформулированный вывод, что «рассматривая периоды в несколько десятилетий, можно наблюдать некоторые параллели в экономическом и финансовом развитии», а также, что «существуют указания на то, что в некоторых странах, по которым имеются данные, периоды более высоких темпов экономического роста сопровождались, хотя и не всегда, тем, что темпы финансового развития превышали средний уровень». Raymond Goldsmith. *Financial Structure and Development*. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1969. P. 48.

<sup>3</sup> Как сформулировала экономист из Кембриджского университета Джоан Робинсон: «Развитие бизнеса предваряет развитие финансовых рынков».

<sup>4</sup> R. King and R. Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics* 108 (1993): 734.

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> R. Rajan and L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88, no. 3 (1998): 559–586.

<sup>7</sup> J. Jayaratne and P. Strahan, "Entry Restrictions, Industry Evolution and Dynamic Efficiency: Evidence from Commercial Banking", *Journal of Law and Economics* 41, no. 1 (1998): 239–273.

<sup>8</sup> См.: S. Black and P. Strahan, "The Division of Spoils: Rent-Sharing and Discrimination in a Regulated Industry", *American Economic Review* 91, no. 4 (2001): 814–831.

<sup>9</sup> J. Jayaratne and P. Strahan, "The Finance–Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics* 111 (1996): 639–670.

<sup>10</sup> Предположение, лежащее в основе нашего примера, состоит в том, что перед прибытием поезда пути не меняются. Штаты могли провести дерегуляцию, предчувствуя более высокие темпы экономического роста, а следовательно, большую необходимость в финансировании. В таком случае дерегуляция может просто предшествовать росту, не являясь его причиной. К счастью, мы можем исключить такую возможность. Если штаты провели дерегуляцию, предчувствуя увеличение спроса на финансирование, то после дерегуляции объемы банковского кредитования должны были резко вырасти. Но этого не произошло! Вместо этого в результате дерегуляции банки стали лучше осуществлять оценку кредитов и распределять средства. Именно улучшение качества кредитования стало причиной снижения потерь по кредитам и повышения темпов роста.

<sup>11</sup> Campbell Harvey and Christian Lundblad, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER working paper no. 8245, 2001.

<sup>12</sup> Sandra Black and Philip Strahan, "Entrepreneurship and Bank Credit Availability" (MIT, March 2001, mimeo).

<sup>13</sup> Rajan, Zingales, "Financial Dependence and Growth".

<sup>14</sup> L. Guiso, Paola Sapienza and Luigi Zingales, "Does Local Financial Development Matter?" NBER working paper no. 8923, 2002.

<sup>15</sup> Дальнейшие рассуждения во многом основаны на работе Стивена Хейбера, историка экономики из Стэнфордского университета.

<sup>16</sup> Carlos Marichal in *How Latin America Fell Behind: Essays in the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*, ed. Stephen Haber. Stanford, Calif.: Stanford University Press, 1997. P. 122.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Ibid. P. 122–123.

<sup>19</sup> Haber, *How Latin America Fell Behind*, 157.

<sup>20</sup> Ibid.

<sup>21</sup> Ibid. P. 159.

<sup>22</sup> Stephen Haber, "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States", *Journal of Economic History* 51, no. 3 (1991), 559–580.

<sup>23</sup> Haber, *How Latin America Fell Behind*, 159.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Ibid. P. 151.

<sup>26</sup> Ibid. P. 152.

<sup>27</sup> Ibid. P. 153.

<sup>28</sup> Ibid. P. 156.

<sup>29</sup> Ibid. P. 153.

<sup>30</sup> Ibid. P. 162 — 163.

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> Haber, "Industrial Concentration and the Capital Markets", 562.

<sup>33</sup> Ibid. P. 574.

<sup>34</sup> Следующие несколько абзацев основаны на следующей работе: Jim Levinsohn, Wendy Petropoulos, NBER working paper no. 8348, 2001.

<sup>35</sup> Этот эффект присутствует даже при учете других региональных различий в экономических условиях. См.: L. Guiso, Paola Sapienza, and Luigi Zingales, "Does Local Financial Development Matter?" NBER working paper no. 8923, 2002.

<sup>36</sup> Данная зависимость сохраняется при учете влияния ВВП на душу населения и недавнего уровня экономического роста страны. Одним из очевидных объяснений состоит в том, что миллиардерам с большей вероятностью принадлежат компании, чьи акции торгуются на открытых рынках, и цены на них повышаются, когда рынок ценных бумаг в стране процветает. Однако акционерный капитал принадлежит и тем, кто унаследовал свое состояние — например, наследникам Сэма Уолтона, Фордов и Сименсов, — но связь между количеством миллиардеров-наследников на миллион жителей страны и капитализацией фондового рынка гораздо слабее. Что более важно, связь существует, даже если мы измеряем уровень финансового развития способом, на который не влияют прямо оценки фондового рынка, — например, через количество компаний, зарегистрированных на бирже, на миллион жителей. Кроме того, в странах с более высокими стандартами финансовой отчетности также больше миллиардеров, самостоятельно добившихся успеха.

<sup>37</sup> Randall Morck, David Strangeland and Bernard Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian



Disease?" in: *Concentrated Capital Ownership*, ed. R. K. Morck. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> Francisco Perez-Gonzalez, "Does Inherited Control Hurt Performance?" Columbia University, working paper, 2002.

<sup>40</sup> Joseph A. Schumpeter. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 1993. P. 96.

<sup>41</sup> См.: Asli Demirguc-Kunt, Enrica Detragiache, "Financial Liberalization and Financial Fragility", *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1998.

<sup>42</sup> Ibid. Авторы показывают, что в странах с существенными ограничениями финансового развития наблюдаются более высокие темпы экономического роста даже после банковского кризиса.

## Глава 6. Укрощение государства

<sup>1</sup> В написании данной главы очень важную роль сыграли замечания Кандис Прендергаст. Кроме того, глава основана на совместной работе с Абхиджитом Банерджи.

<sup>2</sup> См.: D. North, B. Weingast, "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England", *Journal of Economic History* 49, no. 4 (1989): 803—832.

<sup>3</sup> Это напоминает утверждение Гэри Бекера (Gary Becker, "A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence", *Quarterly Journal of Finance* 98, no. 3 [1983]: 371—400) о том, что экономически неэффективная политика оказывается несостоятельной, когда конкурирует с более эффективной политикой. Наш тезис заключается в том, что экономически эффективные собственники смогут лучше осуществлять политическую власть, чем неэффективные, при условии, что они смогут выдвинуться. На протяжении почти всего периода феодализма они не смогли этого сделать в силу отсутствия организации, подавления рынков и насильственного характера власти.

Наш тезис также связан с той идеей, что неликвидные активы особенно сложно экспроприировать (см.: S. Myers and R. Rajan, "The Paradox of Liquidity").

<sup>4</sup> Jack Weatherford. *The History of Money: From Sandstone to Cyberspace*. New York: Crown, 1997. P. 65.

<sup>5</sup> Malcolm Barber. *The New Knighthood: A History of the Order of the Temple*. London: Cambridge University Press, 1994. P. 268.

<sup>6</sup> Ibid. P. 266.

<sup>7</sup> Ibid. P. 270.

<sup>8</sup> См.: Barbara Tuchman. *A Distant Mirror: The Calamitous 14<sup>th</sup> Century*. New York: Ballantine Books, 1979, 42—44; Weatherford, *History of Money*, 69.

<sup>9</sup> Barber. *New Knighthood*. P. 298.

<sup>10</sup> Richard Pipes. *Property and Freedom*. New York: Knopf, 1999. P. 17—18.

<sup>11</sup> См.: North, Weingast. "Constitutions and Commitment".

<sup>12</sup> Henry Hallam. *Constitutional History of England*. New York: Harper and Brothers, 1876. P. 26.

<sup>13</sup> Bruce Carruthers. *City of Capital: Politics and Markets in the English Financial Revolution*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1996. P. 122.

<sup>14</sup> North, Weingast. "Constitutions and Commitment". P. 822—824.

<sup>15</sup> См.: North, Weingast, "Constitutions and Commitment".

<sup>16</sup> Более подробно об этом см.: Carruthers. *City of Capital*. P. 122.

<sup>17</sup> S.E. Finer. *The History of Government*, vol. 3. London: Oxford Press, 1997. P. 1271.

<sup>18</sup> См.: H. Pirenne. *Economic and Social History of Mediaeval Europe*. New York: Harcourt, Brace and World, 1937. P. 63.

<sup>19</sup> Lawrence Stone. *Crisis of the Aristocracy*. Oxford: Clarendon Press, 1956. P. 97.

<sup>20</sup> C. G. A. Clay. *Economic Expansion and Social Change: England, 1500—1700*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1984. P. 70.

<sup>21</sup> Ibid. P. 83.

<sup>22</sup> Более подробно о готовности джентри применять новые знания см., например: Н. J. Habakkuk, "The Market for Monastic Property, 1539—1603", *Economic History Review* 10, no. 3 (1987): 362—380; Clay, *Economic Expansion and Social Change*. Прочитированный отрывок взят из следующей работы: R. H. Tawney, "The Rise of the Gentry, 1558—1640", *Economic History Review* 11 (1949): 16.

<sup>23</sup> G. G. Coulton. *The Mediaeval Village*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1925. P. 13.

<sup>24</sup> Ibid. P. 39.

<sup>25</sup> Stone. *Crisis of the Aristocracy*. P. 121.

<sup>26</sup> Finer. *History of Government*. P. 1338.

<sup>27</sup> Многие из этих исследователей основывались на работах Артура Янга. Список его работ см. в библиографических ссылках к книге: Robert Allen. *Enclosure and the Yeoman: The Agricultural Development of the South Midlands, 1450—1850*. Oxford: Clarendon Press, 1992.

<sup>28</sup> Детальный анализ см.: Allen. *Enclosure and the Yeoman*.

<sup>29</sup> О повышении уровня производительности см.: Gregory Clark, "Yields per Acre in English Agriculture, 1250—1860: Evidence from Labor Inputs", *Economic History Review* 44 (1991): 445—460. О противоречиях, связанных с данным вопросом, см.: Allen. *Enclosure and the Yeoman*.

<sup>30</sup> Tawney, "Rise of the Gentry", 75.

<sup>31</sup> Hallam. *Constitutional History of England*. P. 55.

<sup>32</sup> Ibid.

<sup>33</sup> См., например: Hallam. *Constitutional History of England*. P. 36—37.

<sup>34</sup> Hallam. *Constitutional History of England*. P. 35, 38.

<sup>35</sup> Ibid. P. 151.

<sup>36</sup> Hallam. *Constitutional History of England*.

<sup>37</sup> Pipes, *Property and Freedom*, 33.

<sup>38</sup> Мы не говорили определенно о том, какая именно часть помещиков-землевладельцев противостояла короне. Конечно, основную силу сопротивления Карлу I составляли низшие джентри. Но их также поддерживали представители и дворянства, и высших джентри.

<sup>39</sup> G. Negley and J. Patrick. *The Quest for Utopia: An Anthology of Imaginary Societies*. New York: Henry Schuman, 1952. P. 383.

<sup>40</sup> Allen. *Enclosure and the Yeoman*. P. 305–306.

<sup>41</sup> Fredrick Dietz. *An Economic History of England*. New York: Henry Holt and Company, 1942. P. 263.

<sup>42</sup> Ibid. P. 267.

<sup>43</sup> Allen, *Enclosure and the Yeoman*.

<sup>44</sup> Finer. *History of Government*. P. 1325.

<sup>45</sup> Robert Brenner, "Agrarian Class Structure and Economic Development", in: *The Brenner Debate*, ed. T.H. Aston and C. H. E. Philipin. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1985.

<sup>46</sup> Patrick Karl O'Brien, "Path Dependency, or Why Britain Became an Industrialized and Urbanized Economy Long before France," *Economic History Review* 49 (1996): 240.

<sup>47</sup> Peter McPhee, "The French Revolution, Peasants, and Capitalism", *American Historical Review* 94 (1989): 1265–1280.

<sup>48</sup> Впервые это утверждение появилось в другом контексте в следующей работе: R. Rajan, L. Zingales, "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis", *Journal of Applied Corporate Finance* II (1998): 40–48.

<sup>49</sup> Регрессии можно получить у авторов.

<sup>50</sup> В условиях несоблюдения прав собственности феодалу выгоднее «закапывать» свое состояние в землю и через регулярные интервалы времени платить крестьянам, чем обращать его в наличные средства, которые легко можно отнять.

<sup>51</sup> См.: Kenneth Sokoloff and Stanley L. Engerman, "Institutions, Factor Endowments, and Paths of Development in the New World", *Journal of Economic Perspective* 3 (2000): 217–232.

<sup>52</sup> John P. Powelson. *The Story of Land: A World History of Land Tenure and Agrarian Reform*. Cambridge, Mass.: Lincoln Institute of Land Policy, 1988. P. 89.

<sup>53</sup> См.: Abhijit Banerjee and Lakshmi Iyer, "History, Institutions, and Economic Performance: The Legacy of Colonial Land Tenure Systems in India", MIT, working paper, 2002.

<sup>54</sup> Описание теории развития на основе модели заселения см.: D. Acemoglu, S. Johnson, and J. Robinson, "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Study", *American Economic Review* 91 (2001): 1369–1401.

<sup>55</sup> См., например: Maxim Boycko, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. *Privatizing Russia*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 1995. В ретроспективе всегда видны все аспекты проблемы. Строго говоря, в условиях, когда предпринимательскому классу практически ничто не препятствует, у тех, кто занимался российскими реформами, было очень мало степеней свободы, к тому же, у них не было опыта. Большинство достижений институциональной экономики являются заслугой тех, кто получил опыт в России.

<sup>56</sup> Richard Ehrenberg. *Capital and Finance in the Age of the Renaissance: A Study of the Fuggers and Their Connections*. New York: Harcourt, 1928.

## Глава 7. Препятствия на пути финансового развития

<sup>1</sup> Описание ситуации основано на следующей работе: E. Glaeser, S. Johnson, and A. Shleifer, "Coase vs. the Coasians", *Quarterly Journal of Economics* 116, no. 3 (2001): 853–899.

<sup>2</sup> Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", NBER working paper no. 8711, 2002.

<sup>3</sup> Glaeser, Johnson, and Shleifer. "Coase vs. the Coasians".

<sup>4</sup> Dyck and Zingales. "Private Benefits of Control".

<sup>5</sup> Glaeser, Johnson, and Shleifer. "Coase vs. the Coasians".

<sup>6</sup> Carol J. Simon, "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues", *American Economic Review* 79, no. 3 (1989): 295–318.

<sup>7</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance* 57, no. 3 (2002): 1147–1171.

<sup>8</sup> U. Bhattacharya and H. Daouk, "The World Price of Insider Trading", *Journal of Finance* 57 (2002): 75–108.

<sup>9</sup> Цит. по: Paul Halpern, Michael Trebilcock, and Stuart Turnbull, "An Economic Analysis of Limited Liability in Corporate Law", *University of Toronto Law Review* 117 (1980): 30.

<sup>10</sup> Mancur Olson. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1971; G. Stigler, "Theory of Economic Regulation", *Bell Journal of Economics* 2 (1971): 3–21.

<sup>11</sup> В изучение данной проблемы внесли значительный вклад три выдающихся экономиста: Сэм Пельцман (Sam Peltzman "Toward a More General Theory of Regulation", *Journal of Law and Economics* 19, no. 2 [1976]: 211–240), Ричард Познер (Richard Posner "Taxation by Regulation", *Bell Journal of Economics* 2 [1971]: 22–50), и Гэри Бекер (Gary Becker "A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence", *Quarterly Journal of Finance* 98, no. 3 [1983]: 371–400).

<sup>12</sup> Данные Комиссии по такси и лимузинам за 1977 г., доступные на сайте [www.schallerconsult.com/taxi/intro.htm](http://www.schallerconsult.com/taxi/intro.htm).

<sup>13</sup> Термин «разумное неведение» был впервые употреблен Энтони Даунсом в кн.: Anthony Downs. *An Economic Theory of Democracy*. New York: Harper & Brothers, 1957.

<sup>14</sup> Более подробно об этом см.: R. Rajan and L. Zingales, "The Tyranny of Inequality: An Inquiry into the Adverse Consequences of Power Struggles", *Journal of Public Economics* 76 (2000): 521–558.

<sup>15</sup> Цит. по: Randall Morck, David Strangeland, and Bernard Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" in: *Concentrated Capital Ownership*, ed. R. K. Morck. Chicago: University of Chicago Press, 2000. P. 347.

<sup>16</sup> Tarun Khanna and Krishna Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets?" *Journal of Finance* 55, no. 2 (2000): 867–891.

<sup>17</sup> Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, and Andrei Shleifer, "The Regulation of Entry", NBER working paper no. 7892, 2000.

<sup>18</sup> Эта отрицательная зависимость статистически значима, а регрессионные оценки подтверждают, что она сохраняется после учета уровня ВВП на душу населения и константы.

## Глава 8. Когда развивается финансовая система?

<sup>1</sup> Rondo Cameron. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. London: Oxford University Press, 1967. P. 102.

<sup>2</sup> Ibid. P. 103.

<sup>3</sup> Ibid. P. 104—106.

<sup>4</sup> Rondo Cameron. *France and the Economic Development of Europe, 1800—1914*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1961. P. 84. См. также: David Landes, "French Entrepreneurship and Industrial Growth in the Nineteenth Century", *The Journal of Economic History* 9, no. 1 (May 1949), 45—61.

<sup>5</sup> Cameron. *France*. P. 86, 98, 99.

<sup>6</sup> Ibid. P. 100. См. также: Niall Ferguson. *The House of Rothschild: The World's Banker 1849—1999*. New York: Viking, 1999. P. 61.

<sup>7</sup> Ibid. P. 103.

<sup>8</sup> Cameron. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. P. 105. Ferguson. *The House of Rothschild*. P. 62—64.

<sup>9</sup> Ibid. P. Cameron. *France*. P. 106.

<sup>10</sup> Ferguson. *The House of Rothschild*. P. 82—87.

<sup>11</sup> Cameron. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. P. 104.

<sup>12</sup> Ibid. P. 130.

<sup>13</sup> Elizabeth Plautet. *The Role of Banks in Monitoring Firms: The Case of Crédit Mobilier*. New York: Routledge, 1999. P. 14.

<sup>14</sup> Ferguson. *The House of Rothschild*. P. 86—87.

<sup>15</sup> Чем больше все меняется, тем больше остается неизменным (фр.)

<sup>16</sup> Alessandro Aleotti. *Borsa e Industria*. Milan: Edizioni Comunita, 1990. P. 99.

<sup>17</sup> R. Kroszner and P. Strahan, "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions", *Quarterly Journal of Economics* 114, no. 4 (November 1999): 1437–1467.

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> M. Petersen and R. Rajan, "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending", *Journal of Finance* (2002).

<sup>20</sup> Kroszner and Strahan, "What Drives Deregulation?"

<sup>21</sup> J. Jayaratne and P. Strahan, "The Finance–Growth Nexus: Evidence from Bank Branching Deregulation", *Quarterly Journal of Economics* 111, no. 3 (1996): 639–670.

<sup>22</sup> Sofia A. Perez, "From Cheap Credit to the EC: The Politics of Financial Reform in Spain", in: *Capital Ungoverned*, ed. Michael Loriaux et al. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1997.

<sup>23</sup> Ibid. P. 170, 190.

<sup>24</sup> John Zysman. *Governments, Markets, and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1983. P. 155–156.

<sup>25</sup> Ibid. P. 157.

<sup>26</sup> Ibid. P. 129.

<sup>27</sup> Nigel Adama, "L'État c'est nous", *Euromoney*, October 1980, 110. Цит. по: Zysman. *Governments, Markets, and Growth*. P. 114.

<sup>28</sup> Ibid. P. 133.

<sup>29</sup> С одной стороны, конкуренция на товарных рынках ведет к снижению прибыльности компаний и одновременно возрастанию потребностей в инвестициях. Более того, конкуренция на финансовых рынках ведет к установлению менее выгодных условий сотрудничества с финансовыми институтами. Оба эти фактора ведут к осложнению ситуации с финансированием для отдельного предприятия.

<sup>30</sup> См.: Frances Rosenbluth. *Financial Politics in Contemporary Japan*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1989.

<sup>31</sup> Более подробно о комиссии по облигациям см.: Mark Ramseyer, "Explicit Reasons for Implicit Contracts: The Legal Logic to the Japanese Main Bank System", in: *The Japanese Main Bank System*, ed.



M. Aoki and H. Patrick. New York: Oxford University Press, 1994. P. 238–239. Rosenbluth. Financial Politics in Contemporary Japan.

<sup>32</sup> Rosenbluth. Financial Politics in Contemporary Japan. P. 146.

<sup>33</sup> Ibid. P. 149.

<sup>34</sup> Ibid. P. 56.

<sup>35</sup> Ibid. P. 163.

<sup>36</sup> Технически он представляет собой отношение эмиссий ценных бумаг компаний, чьи акции торгуются на открытом рынке, к общему приросту основного капитала, что отражает общие, а не только корпоративные инвестиции.

<sup>37</sup> См.: R. Rajan and L. Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century", *Journal of Financial Economics* (2002). Открытость торговле — это сумма экспорта и импорта, деленная на размер ВВП. Составляя данный график, мы делали поправку на очевидную зависимость больших размеров фондового рынка страны от большего уровня ее индустриализации. Поэтому мы наносим на график остаток (в регрессии отношения общей капитализации фондового рынка к ВВП на константу и индекс индустриализации страны в 1913 г.) против произведения индустриализации и открытости. Произведение индустриализации и открытости должно отразить тот факт, что открытость может только препятствовать влиятельным кругам противостоять развитию финансовой системы, а не создавать спрос на финансирование там, где его нет.

<sup>38</sup> Мы описываем открытость через такие внешние факторы торговли, как население страны, чтобы показать, что внешние и заранее заданные компоненты торговли коррелируют с финансовым развитием. См.: H. Svalaeryd and J. Vlachos, "Market for Risk and Openness to Trade: How Are They Related?" *Journal of Public Economics* 57, no. 2 (2002), 364–395. В данной работе показано, что открытость способствует финансовому развитию, но не найдено доказательств обратного.

<sup>39</sup> Randall K. Morck, David A. Strangeland, and Bernard Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" in: *Concentrated Capital Ownership*, ed. R. K. Morck. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

<sup>40</sup> Ibid.

## Глава 9. Великий межвоенный поворот

<sup>1</sup> См.: Barry J. Eichengreen. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1996; Peter Temin. *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.

<sup>2</sup> Eichengreen. *Globalizing Capital*. P. 31.

<sup>3</sup> William H. McNeill. *The Pursuit of Power: Technology, Armed Force and Society since AD 1000*. Chicago: University of Chicago Press, 1982. P. 339.

<sup>4</sup> Eichengreen. *Globalizing Capital*. P. 4.

<sup>5</sup> Temin. *Lessons from the Great Depression*. P. 11. Charles Feinstein, Peter Temin, and Gianni Toniolo. *The European Economy between the Wars*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

<sup>6</sup> Charles S. Maier. *In Search of Stability: Explorations in Historical Political Economy*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1987. P. 87.

<sup>7</sup> Цит. по: Maier. *In Search of Stability*. P. 84.

<sup>8</sup> Franklin D. Roosevelt. *Public Papers and Addresses*. Vol. 2. New York: Russel & Russel, 1933. P. 11–12.

<sup>9</sup> Franklin D. Roosevelt. *Public Papers and Addresses*. Vol. 3. New York: Russel & Russel, 1934. P. 414.

<sup>10</sup> Franklin D. Roosevelt. *Public Papers and Addresses*. Vol. 5. New York: Russel & Russel, 1936. P. 232–233.

<sup>11</sup> Roosevelt. *Public Papers and Addresses*. Vol. 2. P. 264–265.

<sup>12</sup> Недавнее великолепное исследование по данному вопросу: Kevin H. O'Rourke, Jeffrey G. Williamson. *Globalization and History: The Evolution of the Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, Mass.: MIT Press. 1999.

<sup>13</sup> David M. Kennedy. *Freedom from Fear: The American People in Depression and War, 1929–45*. New York: Oxford University Press, 1999. P. 179.

<sup>14</sup> Roosevelt. *Public Papers and Addresses*. Vol. 2. P. 202.

<sup>15</sup> Luigi Zingales, "The Survival of the Fittest or the Fattest: Exit and Financing in the Trucking Industry", *Journal of Finance* 53 (1998): 905–938.

<sup>16</sup> Denis A. Breen, "The Monopoly Value of Household-Goods Carrier Certificates", *Journal of Law and Economics* 20 (1977): 153–185.

<sup>17</sup> Согласно работам Сэма Пельтцмана (Sam Peltzman, "Toward a More General Theory of Regulation", *Journal of Law and Economics* 19 (1976): 211–240; "The Economic Theory of Regulation after a Decade of De-regulation", *Brookings Papers on Economic Activity: Micro economics* (1989): 1–41), не только компании, но и различные группы, объединенные общими интересами, получают выгоду от такого регулирования в соответствии с уровнем своего политического влияния.

<sup>18</sup> Nancy L. Rose, "Labor Rent Sharing and Regulation: Evidence from the Trucking Industry", *Journal of Political Economy* 95 (1998): 1146–1178.

<sup>19</sup> Kennedy. *Freedom from Fear*. P. 177.

<sup>20</sup> McNeill. *The Pursuit of Power*. P. 346.

<sup>21</sup> G. Borgatta, "La politica monetaria nel sistema corporativo", *Annali di Economica* 12 (Padova, 1937): 257.

<sup>22</sup> Gianni Toniolo, "Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930–1934)", in: *Industria e banca nella grande crisi 1929–1934*, ed. G. Toniolo. Milano: Etas Libri, 1978.

<sup>23</sup> Ibid. P. 330.

<sup>24</sup> P. Mazzucchelli. *Rivista Bancaria*, 1933. Цит. по: Aleotti. *Borsa e Industria*. P. 117.

<sup>25</sup> Toniolo, "Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste", 329.

<sup>26</sup> Председатель Конфедерации промышленников заявил парламентской комиссии, созданной в 1946 г., чтобы решить судьбу государственного холдинга «IRI»: «С экономической точки зрения, если бы мы могли подумать, что частный сектор способен поглотить «IRI», мы могли бы сказать: давайте ликвидируем «IRI», чтобы ее выкупил частный сектор. Но сегодня мы не можем найти частную компанию, которая могла бы купить, скажем, "Ansaldo"». Ministero per la Costituzione, 1946. P. 89. Цит. по: F. Barca and S. Trento, "La Parabola delle

partecipazioni statali: Una missione tradita", in: *Storia del capitalismo Italiano*, ed. F. Barca. Rome: Donzelli Editore, 1997.

<sup>27</sup> Toniolo, "Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste", 331.

<sup>28</sup> Marcello de Cecco, Giovanni Ferri. *Le banche d'affari in Italia*. Bologna: Il Mulino, 1996.

<sup>29</sup> Barca and Trento, "La Parabola delle partecipazioni statali", 194.

<sup>30</sup> Giancarlo Galli. *Il padrone dei padroni*. Milano: Garzanti, 1995.

<sup>31</sup> G. Ferri and S. Trento, "La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese: Ricambio e legami", in: *Storia del capitalismo Italiano*, ed. F. Barca. Rome: Donzelli Editore, 1997.

<sup>32</sup> Galli, *Il padrone dei padroni*. P. 74.

<sup>33</sup> Ibid. P. 83.

<sup>34</sup> Napoleone Colajanni. *Il capitalismo senza capitale*. Milano: Sperling and Kupfer, 1991. P. 64. Цит. по: Galli. *Il padrone dei padroni*. P. 83.

<sup>35</sup> Galli. *Il padrone dei padroni*. P. 9.

<sup>36</sup> Barca and Trento, "La Parabola delle partecipazioni statali".

<sup>37</sup> Marcello de Cecco. *Saggi di politica monetaria*. Milan: Giuffrè, 1968. P. 40.

<sup>38</sup> M. Pagano, F. Panetta, and L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", National Bureau of Economic Research, working paper, 1995.

<sup>39</sup> M. Pagano, F. Panetta, and L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *Journal of Finance* 53 (February 1998): 27–67.

<sup>40</sup> M. Aoki, H. Patrick, and P. Sheard, "The Japanese Main Bank System: An Overview" in: *The Japanese Main Bank System*, ed. M. Aoki and H. Patrick. New York: Oxford University Press, 1994. T. Hoshi and A. Kashyap. *Corporate Finance and Government in Japan*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2001. P. 59, table 3.2.

<sup>41</sup> J. M. Ramseyer, F. M. Rosenbluth. *The Politics of Oligarchy*. New York: Cambridge University Press, 1995. P. 104.

<sup>42</sup> Этот абзац основан на следующей работе: Hoshi and Kashyap. *Corporate Finance and Government in Japan*. P. 29.

<sup>43</sup> Ibid. P. 58.

<sup>44</sup> Aoki, Patrick, and Sheard, "The Japanese Main Bank System", 44.

<sup>45</sup> Данные взяты из: J. Teranishi, "Loan Syndication in War-Time Japan", in: *The Japanese Main Bank System*, ed. M. Aoki and H. Patrick. New York: Oxford University Press, 1994. P. 57, table 2.2.

<sup>46</sup> То, что это представляло собой картель, также подтверждается тем, что компании по работе с ценными бумагами, которые не вошли в соглашение 1931 г., начали жестко конкурировать в секторе андеррайтинга и продолжали осуществлять андеррайтинг необеспеченных облигаций. Следовательно, не сами участники рынка отказались иметь дело с необеспеченными облигациями. См.: Hoshi and Kashyap. *Corporate Finance and Government in Japan*. P. 31.

<sup>47</sup> Tetsuji Okazaki (1991), 382. Цит. по: Hoshi and Kashyap. *Corporate Finance and Government in Japan*. P. 61.

<sup>48</sup> Hoshi and Kashyap. *Corporate Finance and Government in Japan*. P. 80.

<sup>49</sup> См.: Lucian Bebchuk and Mark J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", *Stanford Law Review* 52 (1999): 127—170. В данной работе разработана теория зависимости от предыдущего развития управления, призванная объяснить подобные явления.

<sup>50</sup> Mark J. Roe. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1994.

<sup>51</sup> См.: G. Benston, "The Origins and Justification for the Glass-Steagall Act", in: *Universal Banking in the United States: What Could We Gain? What Could We Lose?* ed. A. Saunders and I. Walter. New York: Oxford University Press, 1994.

<sup>52</sup> Paul G. Mahony, "The Political Economy of the Securities Act of 1933", working paper no. 00—11, Social Science Research Network, 2000, 8.

<sup>53</sup> R. Kroszner and R. Rajan, "Organization Structure and Credibility: Evidence from the Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act", *Journal of Monetary Economics* 39 (1997): 475—516.

<sup>54</sup> Mahony, "Political Economy of the Securities Act of 1933".

<sup>55</sup> См. общие данные в: George J. Benston. *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*. New York: Oxford University Press, 1990. См. системный анализ в: R. Kroszner and R. Rajan, "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933" *American Economic Review* 84 (September 1994): 810—832.

<sup>56</sup> См.: Kroszner and Rajan, "Organization Structure and Credibility".

<sup>57</sup> См.: Roe. *Strong Managers, Weak Owners*.

<sup>58</sup> См.: Benston, "Origins and Justification for the Glass Steagall Act", 38.

<sup>59</sup> Mahony, "Political Economy of the Securities Act of 1933".

## **Глава 10. Почему функционирование рынков ограничивалось?**

<sup>1</sup> Standard and Poor's, "U.S. Steel Tariffs: Who Gains, Who Loses, and at What Price?", March 14, 2002.

<sup>2</sup> AISI, "The New Steel Industry", [www.steel.org/facts/-newsindus.htm](http://www.steel.org/facts/-newsindus.htm).

<sup>3</sup> Данные по занятости: Bureau of Labor Statistics, *National Current Employment Statistics*, [www.bls.gov/webapps/legacy/cesbtabl.htm](http://www.bls.gov/webapps/legacy/cesbtabl.htm). Данные по объемам производства: American Iron and Steel Industry, 1997 Annual Statistical Report.

<sup>4</sup> Выступление председателя Федерального резервного управления Алана Гринспена перед Банковским комитетом Сената от 28 июля 1999 г.

<sup>5</sup> W. H. Barringer and K. J. Pierce, 256–257. Цит. по: B. Linsey, D. Griswold, and A. Lucas, “The Steel “Crisis” and the Costs of Protectionism”, Cato Institute, trade briefing paper, April 16, 1999, 6.

<sup>6</sup> [www.steelnet.org](http://www.steelnet.org).

<sup>7</sup> Economist, “Anger over Steel”, March 11, 2002.

<sup>8</sup> Economist, “Romancing Big Steel”, February 14, 2002.

<sup>9</sup> W. H. Barringer and K. J. Pierce, 112. Цит. по: Dan Ikenson, “Steel Trap: How Subsidies and Protectionism Weaken the U.S. Steel Industry”, Cato Institute, trade briefing paper, March 1, 2002, 5.

<sup>10</sup> “Rep. Brown Joins Calls for Immediate Assistance to Steel Industry”, пресс-релиз офиса члена палаты представителей Шеррода Брауна (Демократическая партия, штат Огайо) от 19 декабря 2001 г. Цит. по: Ikenson, “Steel Trap”. P. 3.

<sup>11</sup> См.: Dan Ikenson, “Steel Trap”.

<sup>12</sup> Gosnell (1937), 321–329. Цит. по: Frances Fox Piven and Richard Cloward. *Regulating the Poor: The Functions of Public Welfare*. New York: Vintage, 1971. P. 62.

<sup>13</sup> Piven and Cloward. *Regulating the Poor*. P. 63.

<sup>14</sup> Обширные материалы по Поинси: [www.mark-knutson.com](http://www.mark-knutson.com).

<sup>15</sup> См.: David McCullough. *The Path between Seas: The Creation of the Panama Canal, 1870–1914*. London: Simon and Schuster, 1977.

<sup>16</sup> См. описание модели, по которой управляющие и работники объединяются, чтобы обмануть инвесторов: Marco Pagano and Paolo Volpin, “The Political Economy of Finance”, CEPR discussion paper no. 3231, 2002. Управляющие получают спокойную жизнь, а работники — гарантию занятости. Это привлекательная модель, однако мы полагаем, что антирыночный консенсус гораздо шире, а его причиной являются тяжелые времена.

<sup>17</sup> Vito Tanzi and Ludger Schuknecht. *Public Spending in the 20th Century: A Global Perspective*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 2000. P. 31.

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> Peter Gourevitch. *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1986.

<sup>20</sup> Harold Wilensky and Lowell Turner. *Democratic Corporatism and Policy Linkages: The Interdependence of Industrial, Labour-Market, Incomes, and Social Policies in Eight Countries*. Berkeley: Institute of International Studies, University of California, Berkeley, 1987. P. 12.

<sup>21</sup> Steven Nickell, "Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America", *Journal of Economic Perspectives* 11, no. 3 (summer 1997): 55–74.

<sup>22</sup> U. Bhattacharya and H. Daouk, "The World Price of Insider Trading", *Journal of Finance* 57, no. 1 (2002): 75–108.

<sup>23</sup> Kristian Rydqvist and Kenneth Hogholm, "Going Public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management* 1 (1995): 287–315.

<sup>24</sup> Paul Gompers, "Grandstanding in the Venture Capital Industry", *Journal of Financial Economics* 42 (1996): 133–156.

<sup>25</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Government Ownership of Banks", NBER working paper no. 7620, 2000.

<sup>26</sup> Dimitri Vittas and Yoon Je Cho, "Credit Policies: Lessons from East Asia", The World Bank, 1994.

<sup>27</sup> Ibid.

<sup>28</sup> Michael Loriaux, "Socialist Monetarism and Financial Liberalization in France", in: *Capital Ungoverned*, ed. Michael Loriaux et al. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1997. P. 143.

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> О сложностях финансирования небольших компаний в условиях большого управленческого аппарата см.: A. Berger, N. Miller, M. Petersen, R. Rajan, and J. Stein, "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks", NBER working paper w8752, 2002. О влиянии государственного контроля на распределение кредитов см.: Paola Sapienza, "What Do State-Owned Firms Maximize? Evidence from Italian Banks", Northwestern University, working paper, 2002.

<sup>31</sup> Великолепные исследования по данному вопросу: E. Helleiner. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1994; Robert Skidel-



sky. John Maynard Keynes: Fighting for Freedom 1937—1946. New York: Viking, 2001.

<sup>32</sup> Keynes (1980), 149. Цит. по: Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance*, 34. Значимыми для инвестирования являются долгосрочные процентные ставки. Сегодня немногие согласны с тем, что государство может легко манипулировать долгосрочными процентными ставками.

<sup>33</sup> Helleiner. *States and the Reemergence of Global Finance*. P. 35.

<sup>34</sup> Ibid. P. 39.

<sup>35</sup> Pauly.

<sup>36</sup> Peter G. Peterson. *Gray Dawn: How the Coming of Age Witt Transform America and the World*. New York: Times Books, 1999. P. 77.

## Глава 11. Упадок и разрушение капитализма связей

<sup>1</sup> Эти, а также прочие данные в этом разделе взяты (если не указано обратного) из следующей работы: Stephen Prowse, “Alternative Models of Financial System Development”, Federal Reserve Bank of Australia, 1996.

<sup>2</sup> Эти данные взяты из следующей работы: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 52, no. 3 (1997): 1131—1150.

<sup>3</sup> См.: Julian Franks and Colin Mayer, “Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany”, *Journal of Banking & Finance* 22 (1998): 1231—1480.

<sup>4</sup> См., например: Christoph von Greyerz, “Accounting in Swiss Company Law”, *Der Schweizer Treuhänder* (March 1984): 85—88.

<sup>5</sup> Исследование ОЭСР 1989 г., цит. по: Prowse, “Alternative Models of Financial System Development”, 122.

<sup>6</sup> См.: Utpal Bhattacharya, Hazen Daouk, and Michael Welker, “The World Price of Earnings Opacity”.

<sup>7</sup> Graham Searjent, "Why Daimler Went Red over a Share Quote in New York", Times (London), October 7, 1993.

<sup>8</sup> Цит. по: Martin Hellwig in "Economics and Politics of Corporate Finance and Control", in: Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives, ed. Xavier Vives. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. P. 109.

<sup>9</sup> См.: Steven N. Kaplan, "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", Journal of Political Economy 102, no. 3 (June 1994): 510—546.

<sup>10</sup> См.: C. Kester and T. Luehrman, "The Myth of Japan's Low Cost of Capital", Harvard Business Review 70, no. 3 (May 1, 1992): 130—140.

<sup>11</sup> Данная аналогия основана на следующей работе: Raaj Sah and Joseph Stiglitz, "The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies", American Economic Review 76, no. 4 (September 1986). Другое применение данной идеи см. в: Franklin Allen, "Stock Markets and Resource Allocation", in: Capital Markets and Financial Intermediation, ed. Colin Mayer and Xavier Vives. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1993.

<sup>12</sup> B. Black and R. Gilson, "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", Journal of Financial Economics, 47 (1998). Jurg Kukies, "Stock Markets for High—Technology Firms and Venture Capital Financing: Evidence from Europe" (University of Chicago, Ph.D. diss., 2001).

<sup>13</sup> Kukies, "Stock Markets for High-Technology Firms and Venture Capital Financing".

<sup>14</sup> См.: Paul Carroll. Big Blues: The Unmaking of IBM. New York: Crown, 1993. P. 76.

<sup>15</sup> Kristian Rydqvist and Kenneth Hogholm, "Going Public in the 19805: Evidence from Sweden", European Financial Management 1, no. 3 (1995): 287—315.

<sup>16</sup> Sandra Black and Philip Strahan, "Entrepreneurship and Bank Credit Availability" (MIT, March 2001, mimeo).

<sup>17</sup> Описание данной ситуации основано на следующих работах: Richard Pascale and Thomas P. Rohlen, "The Mazda Turnaround", Jour-

nal of Japanese Studies 9, no. 2 (1983): 219–263; Hoshi and Kashyap (1994). Все данные, если не указано обратного, взяты из этих работ.

<sup>18</sup> Расчеты авторов на основе данных «Penn World Tables».

<sup>19</sup> Сравнение преимуществ систем, основанных на рыночных отношениях и на личных связях, см.: R. Rajan and L. Zingales, “Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis”, *Journal of Applied Corporate Finance* 11, no. 3 (fall 1998): 40–48.

<sup>20</sup> Vito Tanzi and Ludger Schuknecht. *Public Spending in the 20<sup>th</sup> Century: A Global Perspective* (Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 2000).

<sup>21</sup> У тезиса о том, что инфляция является политическим феноменом, долгая и несколько смутная история. Ранний вариант см.: E. M. Bernstein and I. G. Patel, “Inflation and Economic Development”, *IMF Staff Papers*, 1953. См. также: Lester Thurow. *The Zero-Sum Society: Distribution and the Possibilities for Economic Change*. New York: Basic Books, 1980.

<sup>22</sup> Helleiner. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990's*. P. 85.

<sup>23</sup> Barry J. Eichengreen. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1996. P. 129.

<sup>24</sup> U.S. government (1973), 128. Цит. по: Helleiner. *States and the Reemergence of Global Finance*. P. 106.

<sup>25</sup> Helleiner. *States and the Reemergence of Global Finance*. P. 114.

<sup>26</sup> Graciela Kaminsky and Sergio Schmukler, “Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, working paper, World Bank, 2002.

<sup>27</sup> См., например: Daniel Yergin and Joseph Stanislaw. *The Commanding Heights: The Battle between Government and the Marketplace That Is Remaking the Modern World*. New York: Touchstone, 1999.

<sup>28</sup> Один из выдающихся критиков прошлого: Karl Polanyi. *The Great Transformation*. Boston: Beacon Hill, 1944. Один из нынешних критиков: Dani Rodrik. *Has Globalization Gone Too Far?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997.

<sup>29</sup> Классический вариант данной теории см.: Polanyi. *Great Transformation*.

## Глава 12. С чем предстоит столкнуться?

<sup>1</sup> Именно так воспринимает основную идею Фрэнсиса Фукуямы большинство читателей, несмотря на то, что в конце книги он смягчает ее формулировку (Francis Fukuyama. *The End of History and the Last Man*. New York: Free Press, 1992).

<sup>2</sup> Adam Smith. *The Wealth of Nations*, book I, chapter 10.

<sup>3</sup> Ralph Waldo Emerson (May 1837). Цит. по: Charles Warren. *Bankruptcy in United States History*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1935. P. 56.

<sup>4</sup> Ian Domowitz and Elie Tamer, "Two Hundred Years of Bankruptcy: A Tale of Legislation and Economic Fluctuations", Institute for Policy Research at Northwestern University, working paper, 1997.

<sup>5</sup> Erik Berglof and Howard Rosenthal, "The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence for Roll-Call Voting, 1800–1978" (paper presented at UCLA, Political Economy of Contractual Obligations, 1999).

<sup>6</sup> Noel F. Regis. *A History of the Bankruptcy Law*. Washington, D. C.: C. H. Potter & Co., 1919. P. 143–144.

<sup>7</sup> C. Warren. *Bankruptcy in United States History*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1935. P. 37.

<sup>8</sup> Ibid. P. 8.

<sup>9</sup> Расчеты авторов: R. Freeman and R. Oostendorp, "Occupational Wages around the World Database", NBER ([www.nber.org/-oww](http://www.nber.org/-oww)).

<sup>10</sup> Stefanie Lenway, Randall Morck, and Bernard Yeung, "Rent Seeking, Protectionism, and Innovation in the American Steel Industry", *Economic Journal* 106 (1996): 410–421.

<sup>11</sup> M. Huson, R. Parrino, and L. Starks, "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", *Journal of Finance* 56 (2001): 2265–2298.

<sup>12</sup> Robert Parrino, "CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-sectional Analysis", *Journal of Financial Economics* 46 (1997): 165–197; Michael S. Weisbach, "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 431–461.

<sup>13</sup> Rafael La Porta et al., "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 54 (1999): 471–517.

<sup>14</sup> Francisco Perez Gonzalez, "Does Inherited Control Hurt Firm Performance?" Columbia University, working paper, 2002.

<sup>15</sup> Vito Tanzi and Ludger Schuknecht. *Public Spending in the 20th Century: A Global Perspective*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press. P. 123.

<sup>16</sup> Nicholas Barr. *The Welfare State as Piggy Bank: Information, Risk, Uncertainty, and the Role of the State*. Oxford: Oxford University Press, 2001. P. 269.

<sup>17</sup> U.S. Bureau of the Census. *Population Projections of the United States by Age, Sex, Race, and Hispanic Origin: 1995 to 2050*. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, February 1996.

<sup>18</sup> Peter G. Peterson. *Gray Dawn: How the Coming of Age Will Transform America and the World*. New York: Times Books, 1999. P. 72. О соотношении количества налогоплательщиков и пенсионеров см.: p. 36.

## **Глава 13. Спасение капитализма от капиталистов**

<sup>1</sup> Manjeet Kripalani, "Polishing India's Diamond Business", *Business Week*, September 11, 2000.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Обсуждение методов ограничения власти финансового сектора в США см.: Mark J. Roe. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1994.

<sup>4</sup> Конечно, возможно придумать пример, когда более эффективный производитель будет иметь больше стимулов лоббировать субсидирование (например, если предоставление субсидий зависит от объе-

мов производства). Общие соображения, на которых мы основываемся, состоят в том, что более эффективный производитель предпочитает работать на более крупном рынке, где отсутствуют ограничения, не беспокоясь о конкуренции на таком рынке, поскольку в таких условиях всего хватит на всех. Более того, у эффективного производителя скрытые временные издержки на лоббирование будут выше; наконец, если прекращение деятельности предприятия связано с непосильными издержками, у неэффективного производителя будет гораздо больше стимулов оттянуть закрытие предприятия, которое в противном случае будет неизбежным.

<sup>5</sup> Luigi Zingales, "The Survival of the Fittest or the Fattest: Exit and Financing in the Trucking Industry", *Journal of Finance* 53 (1998): 905–938.

<sup>6</sup> David Stromberg, "Radio's Impact on Public Spending", Stockholm School of Economics, working paper, 2001.

<sup>7</sup> R.W. Fogel, *The Fourth Great Awakening and the Future of Egalitarianism* (Chicago: University of Chicago Press, 2000. P. 209. Согласно данной работе, медианный доход тех домохозяйств, главы которых старше 65 лет, в настоящее время равняется доходу тех домохозяйств, главы которых моложе 45 лет. Поскольку у них меньше иждивенцев, объем их потребления на душу населения должен быть больше.

<sup>8</sup> David Barker, "In Utero Programming of Chronic Disease", *Clinical Science* 95, no. 2 (1998): 115–128. David Barker, "Maternal and Fetal Origins of Coronary Heart Disease", *Journal of the Royal College of Physicians* 28, no. 6 (1994): 544–551. David Barker, "The Fetal Origins of Adult Hypertension", *Journal of Hypertension Supplement* 10, no. 7 (1992): S39–44.

<sup>9</sup> U.S. Bureau of the Census. *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, 1975. P. 55.

<sup>10</sup> *Statistical Abstract of the United States, 1999*. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, 1999. P. 194.

<sup>11</sup> См.: K. Olson, *The G. I. Bill, the Veterans, and the Colleges*. Lexington: University of Kentucky Press, 1974; T. Skocpol, "The G. I. Bill and U.S. Social Policy, Past and Future", in: *The Welfare State*, ed.

E. Paul, F. Miller, and J. Paul. New York: Cambridge University Press, 1997.

<sup>12</sup> Две великолепные книги, написанные экономистами, о достоинствах свободной торговли: Douglas Irwin. *Free Trade Under Fire*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002; Jagdish Bhagwati. *Free Trade Today*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002. Противоположное мнение см.: Dani Rodrik. *Has Globalization Gone Too Far?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997.

<sup>13</sup> См. подробное изложение данной позиции: Joseph E. Stiglitz. *Globalization and Its Discontents*. New York: Norton, 2002 [Стиглиц Д. Глобализация: тревожные тенденции. М.: Мысль, 2003]. У нас нет возможности выступить здесь в защиту глобализации. Две великолепные научно-популярные книги по данному вопросу: Thomas Friedman. *The Lexus and the Olive Tree*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1999; John Micklethwait and Adrian Wooldridge. *A Future Perfect: The Challenge and the Hidden Promise of Globalization*. New York: Crown Business, 2000.

<sup>14</sup> Graciela Kaminsky and Sergio Schmukler, "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", World Bank, working paper, 2002.

<sup>15</sup> Конечно, данные торговые зоны сами по себе являются искажением. Мы надеемся, что в конце концов они уступят место свободной торговле.

<sup>16</sup> Данные торговые блоки оказывают отрицательное влияние на всю мировую торговлю. Очевидно, что в долгосрочной перспективе их не следует сохранять. Однако, в краткосрочной перспективе, будет разумно использовать их преимущества.

<sup>17</sup> См.: Phil Spender in "Second Hand Vehicle Imports Equals Doom?" *Economic Times* (Mumbai), January 18, 2000.

# БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- Acemoglu D., Johnson S., and Robinson J.* The colonial origins of comparative development: An empirical study // *American Economic Review*, 2001, № 91. P. 1369–1401.
- Adama N.* L'Etat c'est nous // *Euromoney*, 1980 (October), № 110.
- Alchian A., and Demsetz H.* Production, information costs and economic organization // *American Economic Review*, 1972, № 62. P. 777–795.
- Aleotti A.* Borsa e industria, 1861–1989: Onto omni de rapporti difficili. Milan: Edizioni Comunita, 1990.
- Allen F.* Stock markets and resource allocation. In *Mayer C., and Vives X. (Eds.), Capital markets and financial intermediation*. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- Allen R.* Enclosure and the yeoman: The agricultural development of the south midlands, 1450–1850. Oxford: Clarendon Press, 1992.
- Alston L.* Farm foreclosure moratorium legislation: A lesson from the past // *American Economic Review*, 1984, № 74. P. 445–458.
- American Iron and Steel Industry.* «The New Steel Industry», [http://www.steel.org/facts/power/newsteel.htm](http://www steel.org/facts/power/newsteel.htm).
- American Iron and Steel Industry.* Annual Statistical Report, 1997.
- Anonymous.* Founding dates of the 1994 Fortune 500 U.S. companies // *Business History Review*, 1996, № 70. P. 69–90.
- Anonymous.* «The Knowledge of Monopolies: Patent Wars» // *Economist*, 2000, 8 April, № 76.
- Anonymous.* Market says no to UniCredito-Commerz Alliance // *Corriere della Sera* (Italian), 2001, 4 September.
- Anonymous.* Borsa: UniCredito (+5,9%) strappa dopo rottura trattative Commerzbank. AFX News Limited, 2001, 11 September.
- Anonymous.* Anger over steel // *The Economist Global Agenda*, 11 March 2002.
- Anonymous.* «Romancing big steel» // *Economist*, 2002 (16 February), № 52. P. 362.



- Aoki M., Patrick H., and Sheard P.* The Japanese main bank system: An overview. In *Aoki M., Patrick H.* (Eds.), *The Japanese main bank system*. New York: Oxford University Press, 1994.
- Audretsch D. B., Caree M. A., van Stel A. J., and Thurik A. R.* Impeded industrial restructuring: the growth penalty. Unpublished research paper. Bloomington, Ind.: Institute for Development Strategies, 2001.
- Audretsch D. B., and Thurik A. R.* What's new about the new economy? Sources of growth in the managed and entrepreneurial economies. Discussion paper 44. Rotterdam: Erasmus Research Institute of Management, 2000.
- Baer J.* Plans for Palm, buyback help boost 3Com shares. *Chicago Sun-Times*, 2000, 10 May, № 27.
- Baker G.* Beatrice: A study in the creation and destruction of value // *The Journal of Finance*, 1992, № 47. P. 1081–1120.
- Banerjee A., and Iyer L.* History, Institutions and Economic Performance: The Legacy of Colonial Land Tenure Systems in India. Unpublished working paper, Cambridge, Mass.: MIT, 2002.
- Barber M.* The new knighthood: A history of the order of the temple. London: Cambridge University Press, 1994.
- Barber T.* UniCredito concerned over share price fall // *London: Financial Times*, 2001, 10 September, № 27.
- Barca R., and Trento S.* La parabola delle partecipazioni statali: Una missione tradita. In *Barca F.* (Ed.), *Storia del Capitalismo Italiano*. Rome: Donzelli. 1997.
- Barker D.* The fetal origins of adult hypertension // *Journal of Hypertension Supplement*, 1992, № 10. P. 839–44.
- Barker D.* Maternal and fetal origins of coronary heart disease // *Journal of the Royal College of Physicians*, 1994, № 28. P. 544–551.
- Barker D.* In utero programming of chronic disease // *Clinical Science*, 1998, № 95. P. 115–128.
- Barr N.* The welfare state as piggy bank: Information, risk, uncertainty, and the role of the state. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- Beaudry P., and Green D.* Changes in U.S. wages 1976–2000: Ongoing skill bias or major technological change? Working paper 8787. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2002.
- Bebchuk L., and Roe M. J.* A theory of path dependence in corporate ownership and governance // *Stanford Law Review*, 1999, № 52. P. 127–170.
- Becker G.* A theory of competition among pressure groups for political influence // *Quarterly Journal of Economics*, 1983, № 98. P. 371–400.
- Bell D.* The coming of post-industrial society. New York: Basic Books, 1999.

- Benston G.* The separation of commercial and investment banking: The Glass-Steagall Act revisited and reconsidered. Oxford: Oxford University Press, 1990.
- Benston G.* The origins and justification for the Glass-Steagall Act. In *Saunders A., and Walter I.* (Eds.), *Universal banking in the United States: What could we gain?* New York: Oxford University Press, 1994, P. 31–69.
- Berger A., Miller N., Petersen M., Rajan R., and Stein J.* Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks. Working paper 8752. Cambridge, Mass.: NBER, 2002.
- Berglof E., and Rosenthal H.* The political economy of American bankruptcy: The evidence for roll-call voting, 1800–1978. Working paper on political economy. Cambridge, Mass.: MIT, 1999.
- Bernstein E. M., and Patel I. G.* Inflation and economic development. Unpublished staff paper. Washington, DC: International Monetary Fund, 1953.
- Besanko D., and Thakor A. V.* Collateral and rationing: Sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets // *International Economic Review*, 1987, № 28. P. 671–689.
- Bhagwati J.* Free trade today. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002.
- Bhattacharya U., and Daouk, H.* The world price of insider trading // *Journal of Finance*, 2002, № 57. P. 75–108.
- Bhattacharya U., Daouk H., and Welker M.* The world price of earnings opacity. Working paper. Bloomington, Ind.: Indiana University, 2002.
- Bhide A. V.* Origin and evolution of new business. New York: Oxford University Press, 2000.
- Black B.* Does corporate governance matter? A crude test using Russian data // *University of Pennsylvania Law Review*, 2000, № 149. P. 2131–2150.
- Black B., and Gilson R.* Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets // *Journal of Financial Economics*, 1998, № 47. P. 243–277.
- Black S., and Strahan P.* The division of spoils: Rent-sharing and discrimination in a regulated industry // *American Economic Review*, 2001, № 91. P. 814–831.
- Black S., and Strahan P.* Entrepreneurship and bank credit availability // *Journal of Finance* (forthcoming). 2002.
- Blanchard O. J., Lopez-de-Silanes E., and Shleifer A.* What do firms do with cash windfalls? // *Journal of Financial Economics*, 1994, № 36. P. 337–360.
- Blanchard O., Rhee C., and Summers L.* The stock market, profit, and investments // *Quarterly Journal of Economics*, 1990, № 108. P. 115–137.
- Blau D.* A time series analysis of self-employment in the United States // *Journal of Political Economy*, 1987, № 95. P. 445–468.

- Blume M., Siegel J., and Rottenberg D.* For the revolution on Watt Street: The rise and decline of the New York Stock Exchange. New York: Norton, 1993.
- Blumenstein R., and Warner F.* GM to make Delphi unit independent // Wall Street Journal, 1998, 4 August, A3.
- Borgatta G.* La politica monetaria nel sistema corporative // Annali di Economica, 1937, № 12. P. 257.
- Boycko M., Shleifer A., and Vishny R.* Privatizing Russia. Cambridge, Mass.: MIT, 1995.
- Brandeis L. D.* Letter to Robert W. Bruere // Columbia Law Review, 1922, № 31. P. 7.
- Brandeis L. D.* Other people's money. Washington, DC: National Home Library Foundation, 1933.
- Breen D. A.* The monopoly value of households-goods carrier certificates // Journal of Law and Economics, 1977, № 20. P. 153–185.
- Brenner R.* Agrarian class structure and economic development. In *Aston T. H., and Philipin C.* (Eds.), The Brenner debate. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.
- Bureau of Labor Statistics.* National Current Employment. Statistics, [www.bls.gov/webapps/legacy/cesbtabl.htm](http://www.bls.gov/webapps/legacy/cesbtabl.htm).
- Bynolfson E., Malone T., Gurbaxani V., and Kambil A.* The impact of the modern corporation. New York: Columbia University Press, 1994.
- Cameron R.* France and the economic development of Europe, 1800–1914. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1961.
- Cameron R.* Banking in the early stages of industrialization. London: Oxford University Press, 1967.
- Canan E.* (Ed.) The wealth of nations. Book I, Chapters 10 and 11. Chicago: University of Chicago Press, 1976.
- Caree M., van Stel A., Thurik R., and Wennekers, S.* Economic development and business ownership: an analysis using data of 23 OECD countries in the period 1976–1996 // Small Business Economics 19, 2000, № 3 (November). P. 271–290.
- Carlsson B.* The evolution of manufacturing technology and its impact on industrial structure: An international study // Small Business Economics, 1989, № 1. P. 21–37.
- Carlsson B.* The rise of small business: Causes and consequences. In *Adams W. J.* (Ed.). Singular Europe, economy and policy of the European community after 1992. Ann Arbor, Mich.: University of Michigan Press, 1992, P. 145–169.

- Carlsson B.* Small business, entrepreneurship, and industrial dynamics. In *Acs Z.* (Ed.), *Are small firms important? Their role and impact*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 1999, P. 99–110.
- Carroll P.* *Big blues: The unmaking of IBM*. New York: Crown Publishing, 1993.
- Carruthers B.* *City of capital: Politics and markets in the English financial revolution*. Princeton N.J.: Princeton University Press, 1996.
- Chan Y. S., and Thakor A. V.* Collateral and competitive equilibria with moral hazard and private information // *Journal of Finance*, 1987, № 42. P. 345–364.
- Chandler A.* *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, Mass.: Belknap Press, 1990.
- Chari A., and Henry P.* Does diversification drive stock price revaluation? Research paper 1677. Stanford, Calif.: Stanford University, 2001.
- Chernow R.* *Titan: The life of John D. Rockefeller*. New York: Random House, 1998.
- Chevalier J., and Ellison G.* Risk-taking by mutual funds as a response to *incentives* // *Journal of Political Economy* 105, 1997, № 6. P. 1167–1200.
- Chew L.* «Not just one man—Barings.» Case study. International Financial Risk Institute, <http://risk.ifci.ch/i37550.htm>.
- Chiuri M., and Jappelli T.* Credit market imperfections and home ownership: A comparative study. Discussion paper 2717. London: CEPR, 2001.
- Christensen C.* *The innovators' dilemma: When new technologies cause great firms to fail*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.
- Clark G.* Yields per acre in English agriculture, 1250–1860: Evidence from labor inputs // *Economic History Review*, 1991, № 44. P. 445–460.
- Clay C. G. A.* *Economic Expansion and Social Change: England 1500–1700*. Cambridge: Cambridge University Press, 1984, P. 70.
- Clay D.* The role of institutional investors. Ph.D. dissertation. Chicago: University of Chicago Graduate School of Business, 2001.
- Colajanni N.* *Capitalismo Senza Capitale*. Milan: Sperling and Kupfer, 1991, № 64.
- Collat D., and Tufano P.* The privatization of Rhone-Poulenc. Case 9-295-049. Boston: Harvard Business School, 1994.
- Cornell B., and Liu Q.* The parent company puzzle? When is the whole worth less than one of the parts? // *Journal of Corporate Finance* 7, 2001, № 4. P. 341–366.
- Coulton G.* *The mediaeval village*. Cambridge: Cambridge University Press, 1925.
- Council of Economic Advisers. *Economic Report of the President*. Washington, DC: United States Government Printing Office, 1998.
- Council of Economic Advisers. *Economic Report of the President*. Washington, DC: United States Government Printing Office, 2001.

- Council of Economic Advisers. Economic Report of the President. Washington, DC: United States Government Printing Office, 2002, P. 412. Table 6–77.
- Council of Economic Advisers. The United States in the international economy. Economic Report of the President. Washington, DC: United States Government Printing Office, 2002, P. 261.
- Davis S., and Haltiwanger J.* The distribution of employees by establishment size: Patterns of change and co-movement in the United States, 1962–1985. Unpublished working paper. Chicago: University of Chicago, 1989.
- De Cecco M.* Saggi di Politica Monetaria. Milan: Giuffrre, 1968.
- De Cecco M., and Ferri G.* Le Banche D'Affari in Italia. Bologna: Il Mulino, 1996.
- Demirguc-Kunt A., and Detragiache E.* Financial liberalization and financial fragility. Working paper 1917. Washington, DC: World Bank Group, 1998.
- Demsetz R.* Human resources needs in the evolving financial sector // Current Issues in Economics and Finance (Federal Reserve Bank of New York) 3, 1997, № 13. P. 1–6.
- De Soto H.* The mystery of capital: Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else. New York: Basic Books, 2000.
- Diamond D., and Rajan R.* Liquidity risk, liquidity creation and financial fragility: A theory of banking // Journal of Political Economy, 2001, № 109. P. 287–327.
- Dietz F.* An economic history of England. New York: Henry Holt and Company, 1942.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., and Shleifer A.* The regulation of entry. Working paper 7892. Cambridge, Mass.: NBER, 2000.
- Domowitz I., and Tamer E.* Two hundred years of bankruptcy: A tale of legislation and economic fluctuations. Unpublished working paper. Evanston, Ill-Northwestern University Institute for Policy Research, 1997.
- Donnelly B., and Sesit M.* U.S. bears bets may roil Japan's turmoil // Wall Street Journal, 1990, 17 April. P. I.
- Dosi G.* Sources, procedures and microeconomic effects of innovation // Journal of Economic Literature, 1988, № 26. P. 1120–1171.
- Downs A.* An economic theory of democracy. New York: Harper & Brothers, 1957.
- Dyck A., and Zingales L.* Cambridge, Mass.: Private benefits of control: An international comparison. Working paper 8711. Cambridge, Mass.: NBER, 2002.
- Ehrenberg R.* Capital and finance in the age of the renaissance: A study of the fuggers and their connections. New York: Harcourt. 1928.
- Eichengreen B. J.* Globalizing capital: A history of the international monetary system. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1996.

- Emerson R.* Power dependence relations // *American Sociological Review*, 1963, № 27. P. 31–41.
- Fabbri D., Padula M.* Judicial costs and household debt. Unpublished working paper. Salerno: Center for Studies in Economics and Finance, University of Salerno, 2001.
- Fama E.* Risk, return, and equilibrium // *Journal of Political Economy* 79, 1971, № 1. P. 30–57.
- Fama E.* Efficient capital markets II // *Journal of Finance* 46, 1991, № 5. P. 1575–1617.
- Fear J.* German capitalism. In *McCraw, T.* (Ed.), *Creating modern capitalism: How entrepreneurs, companies, and countries triumphed in three industrial revolutions*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1997, P. 181.
- Feinstein C. H., Temin P., and Toniolo G.* *The European economy between the wars*. New York: Oxford University Press, 1997.
- Ferguson N.* *The house of Rothschild: The world's banker 1849–1999*. New York: Viking, 1999.
- Ferri G., and Trento S.* La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese: Ricambio e legami. In *Barca F.* (Ed.), *Storia del Capitalismo Italiano*. Rome: Donzelli., 1997.
- Finer S.* *The history of government III*. London: Oxford University Press, 1997, P. 1271, 1325, and 1338.
- Fischel D.* *Payback: The conspiracy to destroy Michael Milken and his financial revolution*. New York: HarperCollins, 1995.
- Flanagan C. S.* Search fund study—2001. Stanford, Calif.: Stanford Business School Center for Entrepreneurial Studies, 2001.
- Fogel R. W.* *The fourth great awakening and the future of egalitarianism*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- Franks J., and Mayer C.* Bank control, takeovers and corporate governance in Germany // *Journal of Banking and Finance*, 1998, № 22. P. 1231–1480.
- Freeman R., and Oostendorp R.* Occupational wages around the world database. Cambridge, Mass.: NBER ([www.nber.org/oww](http://www.nber.org/oww)), 2000.
- Friedman T.* *The Lexus and the olive tree*. New York: Farrar, Straus, and Giroux, 1999.
- Froot K.* The market for catastrophic risk: A clinical examination. Working paper 8110. Cambridge, Mass.: NBER, 2001.
- Froot K., and Daboora E.* How are stock prices affected by the location of trade // *Journal of Financial Economics*, 1999, № 53. P. 189–216.
- Fukuyama F.* *The end of history and the last man*. New York: Free Press, 1992.

- Galli G. Il Padrone Dei Padroni. Milan: Garzanti, Milano., 1995.
- George N. Sonera abandons 36 plans and returns license // *Financial Times*, 10 August. 2001.
- Glaeser E., Johnson, S., and Shleifer A. Coase vs. the Coasians // *Quarterly Journal of Economics*, 2001, № 116. P. 853–899.
- Goldin C., and Katz L. The returns to skill in the United States across the twentieth century. Working paper 7126. Cambridge, Mass.: NBER, 1999.
- Goldsmith R. Financial structure and development. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1969.
- Gompers P. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital // *Journal of Finance*, 1995, № 50. P. 1461–1490.
- Gompers P. Grandstanding in the venture capital industry // *Journal of Financial Economics*, 1996, № 42. P. 133–156.
- Gompers P., and Metrick A. Institutional investors and equity prices // *Quarterly Journal of Economics*, 2001, № 116. P. 229–260.
- Gorman M., and Sahlman W. What do venture capitalists do? // *Journal of Business Venturing*, 1989, № 4. P. 231–248.
- Gourevitch P. Politics in hard times: Comparative responses to international economic crises. Ithaca N.Y.: Cornell University Press, 1986.
- Gropp R., Scholz J., and White M. Personal bankruptcy and credit supply and demand // *Quarterly Journal of Economics*, 1997, № 112. P. 217–251.
- Grossman S., and Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration // *Journal of Political Economy*, 1986, № 94. P. 691–719.
- Grossman S., and Stiglitz J. On the impossibility of information ally efficient markets // *American Economic Review*, 1980, № 70. P. 393–408.
- Guiso L., Sapienza P., and Zingales L. Does local financial development matter? Working paper 8923. Cambridge, Mass.: NBER, 2002.
- Guiso L., and Zingales L. The rise of bank relationships. Unpublished working paper. Chicago: The University of Chicago Graduate School of Business, 1999.
- Habakkuk H. J. The market for monastic property, 1539–1603 // *Economic History Review*, 1987, № 10. P. 362–380.
- Haber S. Industrial concentration and the capital markets: A comparative study of Brazil, Mexico, and the United States // *Journal of Economic History*, 1991, № 51. P. 559–580.
- Haber S. How Latin America fell behind: Essays on the economic histories of Brazil and Mexico, 1800–1914. Stanford, Calif.: Stanford University Press, 1997.
- Hallam H. Constitutional history of England. New York: Harper and Brothers, 1876.

- Halpern P., Trebilcock M., and Turnbull S.* An economic analysis of limited liability in corporate law // *University of Toronto Law Review*, 1980, № 117. P. 30.
- Halverson G.* Time might be right for a hunk of junk. *Christian Science Monitor*, 2002, II February. P. 20.
- Hamel G., and Prahalad C.* The core competence of the corporation // *Harvard Business Review*, 1990, № 68. P. 79–91.
- Harvey C., Lundblad C., and Bekaert G.* Does financial liberalization spur growth? Working paper 8245. Cambridge, Mass.: NBER, 2001.
- He K., Morck R., and Yeung B.* Corporate stability and economic growth. Unpublished working paper. New York: New York University, 2002.
- Helleiner E.* States and the reemergence of global finance: From Bretton Woods to the 1990's. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1994.
- Hellwig M.* Economics and politics of corporate finance and control. In *Vives X.* (Ed.), *Corporate governance: Theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. P. 109.
- Henry P.* Stock market liberalization, economic reform and emerging market equity prices // *Journal of Finance*, 2000, № 55. P. 529–564.
- Hobsbawm E. J.* The age of capital 1848–1885. New York: New American Library, 1979.
- Holmstrom B.* The firm as a subeconomy // *Journal of Law Economics and Organization*, 1999, № 15. P. 4–102.
- Holmstrom B., and Kaplan S.* Corporate governance and merger activity in the U.S.: Making sense of the 1980's and the 1990's // *Journal of Economic Perspectives*, 15, Cambridge, Mass., 2001. P. 121–144.
- Hoshi T., and Kashyap A.* Corporate Finance and Government in Japan. MIT Press, 2001, № 2.
- Hunter L., Bernhardt A., Hughes K., and Skuratowicz E.* It's not just the ATMs: Technology, firm strategies, jobs, and earnings in retail banking. Working paper. Philadelphia: Wharton Financial Institutions Center, 2000.
- Huson M., Parrino R., and Starks L.* Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective // *Journal of Finance* 56, 2001, № 6. P. 2265–2298.
- Ikenson D.* Steel trap: How subsidies and protectionism weaken the U.S. steel industry. Trade Briefing Paper No.14. March I, Washington, DC: Cato Institute, 2002. P. 3, 5.
- Irwin D.* Free trade under fire. Princeton N.J.: Princeton University Press, 2002.
- Jackson T.* Inside Intel: Andy Grove and the rise of the world's most powerful chip company. New York: Penguin Group, 1997.



- Jaeger D., and Stevens A.* Is job stability in the United States falling? Reconciling trends in the current population survey and panel study of income dynamics. Working paper 6650. Cambridge, Mass.: NBER, 1998.
- Jeanneau S.* Derivatives // Bank for International Settlements. Quarterly Review, 2002, March, № 32.
- Jappellij T., Pagano M., and Bianco M.* Courts and banks: Effects of judicial enforcement of credit markets. Working paper 3347. London: CEPR, 2002.
- Jayaratne J., and Strahan P.* The finance-growth nexus: Evidence from bank branching deregulation // Quarterly Journal of Economics, 1996, № 3. P. 639–670.
- Jayaratne J., and Strahan P.* Entry restrictions, industry evolution, and dynamic efficiency: Evidence from commercial banking // Journal of Law and Economics, 1998, № 41. P. 239–274.
- Jensen M. C.* Some anomalous evidence regarding market efficiency // Journal of Financial Economics, 1978, № 6. P. 95–101.
- Jensen M. C.* Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers // American Economic Review, 1986, № 76. P. 323–339.
- Kaminsky G., and Reinhart C.* The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems // American Economic Review, 1999, № 89. P. 473–500.
- Kaminsky G., and Schmukler S.* Short-run pain, long-run gain: The effects of financial liberalization. Working paper. Washington, DC: The World Bank, 2002.
- Kaplan S. N.* Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States // The Journal of Political Economy, 1994, № 102. P. 510–546.
- Kaplan S., and Stromberg P.* How do venture capitalists choose and monitor investments? Unpublished working paper. Chicago: The University of Chicago, 2000.
- Katz L., and Murphy K.* Changes in relative wages, 1963–1987: Supply and demand factors // Quarterly Journal of Economics, 1992, № 107. P. 33–78.
- Kennedy D. M.* Freedom from fear: The American people in depression and war 1929–1945. New York: Oxford University Press, 1999.
- Kester C., and Luehrman T.* The myth of Japan's low cost of capital // Harvard Business Review 70, 1992, № 3. P. 130–140.
- Khanna T., and Palepu K.* Is group affiliation profitable in emerging markets? // Journal of Finance, 2000, № 55. P. 867–891.
- King R., and Levine R.* Finance and growth: Schumpeter might be right // Quarterly Journal of Economics, 1993, № 108. P. 734.
- Kirkpatrick G.* Rural credit in North Carolina. Credit Union National Association (CUNA) Archivist. [http://www.cuna.org/data/cvi/research/irc/archive4\\_i.html](http://www.cuna.org/data/cvi/research/irc/archive4_i.html).

*Klapper L., and Love I.* Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Unpublished working paper. Washington, DC: The World Bank, 2002.

*Komninou N.* The effect of information technology on average firm size and the degree of vertical integration in the manufacturing sector. Ph.D. dissertation. Washington, DC: The American University, 1994.

*Kripalani M.* Polishing the diamond business // *Business Week* (international ed.), 2000, № 2 September. P. 26.

*Kroszner R., and Rajan R.* Is the Glass-Steagall Act justified? Evidence from the U.S. experience with universal banking, 1921–1933 // *American Economic Review*, 1994, № 84. P. 810–832.

*Kroszner R., and Rajan R.* Organization structure and credibility: Evidence from the commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act // *Journal of Monetary Economics*, 1997, № 39. P. 475–516.

*Kroszner R., and Strahan P.* What drives deregulation? Economics and politics of the relaxation of bank branching restrictions // *Quarterly Journal of Economics* 114, 1999, № 4. P. 1437–1467.

*Kukies J.* Stock markets for high technology firms and venture capital financing: Evidence from Europe. Ph.D. dissertation. Chicago: The University of Chicago Graduate School of Business, 2001.

*Lament O., and Thaler R.* Can the market add and subtract? Mispricing in tech-stock carve-outs. Unpublished working paper. Chicago: The University of Chicago, 2000.

*Lamoreaux N.* Insider lending: Banks, personal connections and economic development in industrial New England. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

*Landes D.* A chapter in the financial revolution of the nineteenth century: The rise of French deposit banking // *Journal of Economic History*, 1963, № 23. P. 224–231.

*Lang M., Lins K., and Miller D.* ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value? Unpublished working paper. Salt Lake City: University of Utah, 2002.

*La Porta R., Lopez-de-Silanes F., and Shleifer A.* Government ownership of banks. Working paper 762. Cambridge, Mass.: NBER, 2000.

*La Porta R., Lopez-de-Silanes F., and Shleifer A.* Corporate ownership around the world // *Journal of Finance*, 1999, № 54. P. 471–517.

*La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R.W.* Legal determinants of external finance // *Journal of Finance*, 1997, № 52. P. 1131–1150.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R. W.* Law and finance // Journal of Political Economy, 1998, № 106. P. 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R. W.* Investor protection and corporate valuation // Journal of Finance, 2002, № 57. P. 1147–1171.
- Lenway S., Morck R., and Yeung B.* Rent seeking, protectionism, and innovation in the American steel industry // The Economic Journal, 1996, № 106. P. 410–421.
- Lerner J.* Venture capitalists and the oversight of private firms // Journal of Finance, 1995, № 50. P. 301–318.
- Lerner J.* Venture capital and private equity: A casebook. New York: Wiley, 2000.
- Levinsohn J., and Petropoulos W.* Creative destruction or just plain destruction? The U.S. textile and apparel industry since 1972. Working paper 8348. Cambridge, Mass.: NBER, 2001.
- Linsey B., Griswold D., and Lucas A.* The steel «crisis» and the costs of protectionism. Trade briefing paper no. 4, April 16. Washington, DC: Cato Institute, 1999. P. 6.
- Loomis C.* A house built on sand // Fortune Magazine 138, 1998, № 8. P. 110–116.
- Loriaux M.* Socialist monetarism and financial liberalization in France. In *Loriaux M.* (Ed.), Capital ungoverned: Liberalizing finance in interventionist states Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1997. P. 143.
- Mahony P. G.* The political economy of the Securities Act of 1933. Working paper № 00-11. Social Science Research Network ([www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)), 2000.
- Maier C. S.* In search of stability: Explorations in historical political economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- Mandel M. J.* The coming Internet depression: Why the high-tech boom will go bust, why the crash will be worse than you think, and how to prosper afterward. New York: Basic Books, 2000.
- McCarthy F. T.* The record industry takes fright // The Economist, 2000, № 29 January. P. 69.
- McCraw T.* American capitalism. In *McCraw T.* (Ed.), Creating modern capitalism: How entrepreneurs, companies, and countries triumphed in three industrial revolutions. Cambridge: Harvard University Press, 1997. P. 320.
- McCullough D.* The path between seas: The creation of the Panama Canal, 1870–1914. London: Simon and Schuster, 1977.
- McNeill W. H.* The pursuit of power: Technology, armed force and society since AD 1000. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- McPhee P.* The French revolution, peasants, and capitalism // American Historical Review, 1989, № 94. P. 1265–1280.
- Meriwether J.* By the numbers. Institutional Investor, 1996, November, № 62.

- Micklethwait J., and Wooldridge A.* A future perfect: The challenge and the hidden promise of globalization. New York: Crown Business, 2000.
- Miller M.* Debt and taxes // *Journal of Finance* 32, 1977, № 2. P. 261–275.
- Mitchell M. L., and Lehn K.* Do bad bidders become good targets? // *Journal of Political Economy*, 1990, № 98. P. 372–398.
- Mitchell M., Pulvino T., and Stafford E.* Limited arbitrage in equity markets // *Journal of Finance* 57, 2002, № 2. P. 551–584.
- Morck R., Shleifer A., and Vishny R.* The stock market and investment: Is the market a sideshow? // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, № 2. P. 157–202.
- Morck R., Strangeland D., and Yeung B.* Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease? In *Morck R. K. (Ed.), Concentrated Capital Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- Morck R., Yeung B., and Yu W.* The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? // *Journal of Financial Economics*, 2000, № 58. P. 215–260.
- Myers S., and Rajan R.* The paradox of liquidity // *Quarterly Journal of Economics* 113, 1998, № 3. P. 733–773.
- Negley G., and Patrick J.* The quest for Utopia: An anthology of imaginary societies. New York: Henry Schuman, 1952.
- Nickell S.* Unemployment and labor market rigidities: Europe versus North America // *Journal of Economic Perspectives*, 1997, № 2. P. 55–74.
- North D., and Weingast B.* Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth century England // *The Journal of Economic History*, 1989, № 49. P. 803–832.
- O'Brien P. K.* Path dependency, or why Britain became an industrialized and urbanized economy long before France // *Economic History Review*, 1996, № 49. P. 213–249.
- Ofek E., and Richardson M.* DotCom mania: a survey of market efficiency in the Internet sector. Unpublished working paper. New York: New York University, 2001.
- Olson K.* The G.I. Bill, the veterans, and the colleges. Lexington, Ken. University of Kentucky Press, 1974.
- Olson M.* The logic of collective action: Public goods and the theory of groups. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1971.
- O'Rourke K. H., and Williamson, J. G.* Globalization and history: The evolution of nineteenth century Atlantic economy. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1999.
- Pagano M., Panetta R., and Zingales L.* Why do companies go public? An empirical analysis // *Journal of Finance*, 1998, № 53. P. 27–67.

- Pagano M., and Volpin P.* The political economy of finance. Discussion paper 3231. London: CEPR, 2002.
- Parrino R.* CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis // *Journal of Financial Economics*, 1997, № 46. P. 165–197.
- Pascale R., and Rohlen T. P.* The Mazda turnaround // *Journal of Japanese Studies*, 1983, № 9. P. 219–263.
- Peltzman S.* Toward a more general theory of regulation // *Journal of Law and Economics*, 1976, № 19. P. 211–240.
- Peltzman S.* The economic theory of regulation after a decade of deregulation. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics* 1989, №1–41. P. 1989.
- Perez S. A.* From cheap credit to the EC: The politics of financial reform in Spain. In *Loriaux M.* (Eds.), *Capital ungoverned: Liberalizing finance in interventionist states*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1997.
- Perez-Gonzalez F.* Does inherited control hurt performance? Unpublished working paper. New York: Columbia University, 2002.
- Petersen M., and Rajan R.* The benefits of lending relationships: Evidence from small business data // *Journal of Finance*, 1994, № 49. P. 3–37.
- Petersen M., and Rajan R.* Does distance still matter? The information revolution in small business lending // *Journal of Finance*, 2002, December. P. 57.
- Peterson G. P.* Gray dawn: How the coming of age will transform America and the world. New York: Times Books, 1999.
- Piketty T., and Saez E.* Income inequality in the United States, 1913–1998. Working paper 8467. Cambridge, Mass.: NBER, 2001.
- Pipes R.* *Properly and freedom*. New York: Alfred A. Knopf, 1999.
- Pirenne H.* *Economic and social history of mediaeval Europe*. New York: Harcourt, Brace and World, Inc., 1937.
- Piven F., and Cloward R.* *Regulating the poor: The functions of public welfare*. New York: Vintage, 1971.
- Plautet E.* *The role of banks in monitoring firms: The case of Credit Mobilier*. New York: Routledge, 1999.
- Polanyi K.* *The great transformation*. Boston: Beacon Hill, 1944.
- Posner R.* Taxation by regulation // *Bell Journal of Economics* 1971, № 2. P. 22–50.
- Poterba J.* The stock market and investment: Is the market a sideshow? // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, № 2. P. 208–213.
- Poterba J.* The rate of return to corporate capital and factor shares: New estimates using revised national income accounts and capital stock data. Working paper 6263. Cambridge, Mass.: NBER, 1999.

*Poterba J., and Samwick A.* Stock ownership patterns, stock market fluctuations, and consumption // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995, № 2. P. 295–357.

*Powell E.* The evolution of the money market (1385–1915): A historical and analytical study of the rise and development of finance as a centralized coordinated force. (London) *The Financial News*, 1915.

*Powelson J. P.* The story of land: A world history of land tenure and agrarian reform. Cambridge: The Lincoln Institute of Land Policy, 1988.

*Prendergast C.* The provision of incentives in firms // *Journal of Economic Literature*, 1999, № 37. P. 7–63.

*Prowse S.* Alternative models of financial system development. Sydney: RBA Annual Conference Volume 1996-06, Federal Reserve Bank of Australia, 1996.

*Pryor F.* Will most of us be working for giant enterprises by 2028? // *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2000, № 44. P. 363–382.

*Rajan R.* Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt // *Journal of Finance*, 1992, № 47. P. 1367–1400.

*Rajan R., and Servaes H.* Analyst following of initial public offerings // *Journal of Finance*, 1997, № 52. P. 507–529.

*Rajan R., and Wulf J.* The flattening firm: Evidence from panel data on the changing nature of corporate hierarchies. Unpublished working paper. Chicago: University of Chicago Graduate School of Business, 2002.

*Rajan R., and Zingales L.* Financial dependence and growth // *American Economic Review*, 1998, № 88. P. 559–586.

*Rajan R., and Zingales L.* Power in a theory of the firm // *Quarterly Journal of Economics*, 1998, № 112. P. 387–432.

*Rajan R., and Zingales L.* Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis // *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, № 2. P. 40–48.

*Rajan R., and Zingales L.* The tyranny of inequality: An inquiry into the adverse consequences of power struggles // *Journal of Public Economics*, 2000, № 76. P. 521–558.

*Rajan R., and Zingales L.* The firm as a dedicated hierarchy: A theory of the origins and growth of firms // *Quarterly Journal of Economics*, 2001, № 116. P. 805–852.

*Rajan R., and Zingales L.* The great reversals: the politics of financial development in the 20th century // *Journal of Financial Economics* (forthcoming), 2002.

*Ramseyer M.* Explicit reasons for implicit contracts: The legal logic to the Japanese main bank system. In *Aoki, M., Patrick, H.* (Eds.), *The Japanese main bank system*. New York: Oxford University Press, 1994, P. 231–257.

- Ramseyer J. M., and Rosenbluth F. M.* The politics of oligarchy. New York: Cambridge University Press, 1995.
- Regis N. F.* A history of the bankruptcy law. Washington, DC: Potter & Co, 1919.
- Roberts D.* Glorious hopes on a trillion-dollar scrapheap // *Financial Times* (London), 2001, № 5 September. P. 12.
- Rodrik D.* Has globalization gone too far? Unpublished working paper. Washington, DC: Institute for International Economics, 1997.
- Rodrik D.* Democracies pay higher wages. Working paper 6364. Cambridge, Mass.: NBER, 1998.
- Roe M. J.* Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1994.
- Roosevelt F. D.* Public Papers and Addresses. New York: Russel & Russel, 1933.
- Roosevelt F. D.* Public Papers and Addresses. New York: Russel & Russel, 1934.
- Roosevelt F. D.* Public Papers and Addresses. New York: Russel & Russel, 1936.
- Rose N. L.* Labor rent sharing and regulation: Evidence from the trucking industry, 1998, № 95. P. 1146–1178.
- Rosenbluth F.* Financial politics in contemporary Japan. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1989.
- Roshental L., and Young C.* The seemingly anomalous price behavior of Royal Dutch Shell and Unilever nv/plc // *Journal of Financial Economic*, 1990, № 26. P. 123–141.
- Rydqvist K., and Hogholm K.* Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1995, № 1. P. 287–315.
- Sah R., and Stiglitz J.* The architecture of economic systems: Hierarchies and pol-yarchies // *The American Economic Review* 76, 1986, № 4. P. 716–727.
- Sapienza P.* What do state-owned firms maximize? Evidence from Italian banks. Unpublished working paper. Evanston, 111: Northwestern University, 2002.
- Schill M., and Zhou C.* Pricing an emerging industry: Evidence from Internet subsidiary carve-outs // *Financial Management* 30, 2001, № 3. P. 5–35.
- Schumpeter J. A.* The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle. New Brunswick; London: Transaction Publishers, 1993.
- Searjant G.* Why Daimler went red over a share quote in New York // *The Times* (London), 1993, 7 October.
- Seligman J.* The transformation of Wall Street. Boston: Northeastern University Press, 1995.
- Sen A.* Development as freedom. New York: Knopf, 1999.

- Sharkey III A. G.* The Power of the New Steel Industry. American Iron and Steel Industry, <http://www.steel.org/facts/power/newsteel.htm>.
- Shepherd W.* Causes of increased competition in the U.S. economy, 1939–1980 // Review of Economics and Statistics, 1982, № 64. P. 613–626.
- Shiller R.* Irrational exuberance. New York: Broadway Books, 2001.
- Shirreff D.* The Eve of Destruction // EuroMoney, 1998, № 355. P. 34.
- Shleifer A., and Vishny R.W.* The limits to arbitrage // Journal of Finance 52, 1997, № 1. P. 35–56.
- Simon C. J.* The effect of the 1933 Securities Act on investor information and the performance of new issues // American Economic Review, 1989, № 79. P. 295–318.
- Skidelsky R.* John Maynard Keynes: Fighting for freedom 1937–1946. New York: Viking, 2001.
- Skocpol T.* The G.I. bill and U.S. social policy, past and future. In *Paul E., Miller F, Pau, J.* (Eds.), The welfare state. New York: Cambridge University Press, 1997.
- Sokoloff K.* Institutions, factor endowments, and paths of development in the new world. Unpublished working paper. Los Angeles: UCLA, 2000.
- Sokoloff K., and Engerman S. L.* History Lessons. Institutions, factors endowment, and path of development in the new world // Journal of Economic Perspective, 2000, №3. P. 217–232.
- Sokoloff K., and Engerman S. L.* Factor endowments, institutions, and differential paths of growth among new world economies: A view from economic historians of the United States. Historical working paper 66. Cambridge, Mass.: NBER, 1994.
- Sorescu S.* The effect of options on stock prices: 1973 to 1995 // Journal of Finance, 2000, №55. P. 487–514.
- Spender P.* Second-hand vehicle imports equal doom? // The Economic Times (Mumbai), 2000, 18 January.
- Stein J.* Information production and capital allocation: Decentralized vs. hierarchical firms // Journal of Finance, 2002, № 57.
- Stevenson H.* Early career LBOs using the search fund model. Case Note 9-897-092. Boston: Harvard Business School, 1996.
- Stigler G.* Theory of economic regulation // Bell Journal of Economics, 1971, № 2. P. 3–21.
- Stiglitz J. E.* Globalization and its discontents. New York: W. W. Norton, 2002.
- Stiglitz J., and Weiss A.* Credit rationing in markets with imperfect information // American Economic Review 71, 1981, № 3. P. 393–410.
- Stole L. A., and Zwiebel J.* Organizational design and technology choice under intra-firm bargaining // American Economic Review, 1996, № 86. P. 195–223.



- Stone L.* Crisis of the aristocracy. Oxford: Clarendon Press, 1965.
- Stromberg D.* Radio's impact on public spending. Unpublished working paper. Stockholm: Stockholm School of Economics, 2001.
- Summers L.* Does the stock market rationally reflect fundamental values? // *Journal of Finance*, 1986, № 41. P. 591–600.
- Svalaeryd H., and Vlachos J.* Market for risk and openness and to trade: How are they related? *Journal of International Economics* 57, 2002, № 2. P. 69–395.
- Tanzi V., and Schuknecht L.* Public spending in the 20th century: A global perspective. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- Tawney R.* The rise of the gentry, 1558–1640 // *The Economic History Review* II, 1941, № 1. P. 1–38.
- Temin P.* Lessons from the Great Depression. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.
- Teranishi J.* Loan syndication in war-time Japan. In *Aoki, M., Patrick, H.* (Eds.), *The Japanese main bank system*. New York: Oxford University Press, 1994. P. 57 table 2.2.
- Thurow L.* The zero-sum society: Distribution and the possibilities for economic change. New York: Basic Books, 1980.
- Toniolo G.* Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930–1934). In *Toniolo G.* (Ed.), *Industria e Banca Netta Grande Crisi 1929–1934*. Milan: Etas Libri, 1978.
- Tuchman B.* A distant mirror: The calamitous 14th century. New York: Ballantine Books, 1979.
- Tufano P.* How financial engineering can advance corporate strategy // *Harvard Business Review* 74, 1996, № 1. P. 136–146.
- U.S. Bureau of the Census.* Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, 1975.
- U.S. Bureau of the Census.* Population of the United States by Age, Sex, Race, and Hispanic Origin: 1995 to 2050. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, Current Population Reports, Series P–25, 1996, № 130.
- U.S. Bureau of the Census.* Statistical Abstracts of the United States. Washington, DC: U.S. Bureau of the Census, 1999.
- U.S. Census Bureau.* Statistical Abstract of the United States. Washington, DC: US Census Bureau, 2001, table 1214.
- Vittas D., and Cho Y. J.* Credit policies: Lessons from East Asia. Washington, DC: The World Bank, 1994.
- Von Greyerz C.* Accounting in Swiss company law. *Der Schweizer Treuhander*, 1984. P. 85–88.

*Watters T, Vastola P., Beroud O., Anankina E., Yoshimura M., Saimen T, Qu H., Takara R., Parker C., and Sprinzen S.* U.S. steel tariffs: who gains, who loses, and at what price? // Standard and Poor's, 2002, 14 March. [www.standardandpoors.com/nordic/pdfs/ussteeltariffs.pdf](http://www.standardandpoors.com/nordic/pdfs/ussteeltariffs.pdf).

*Warren C.* Bankruptcy in United States history. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1935.

*Weatherford J.* The history of money: From sandstone to cyberspace. New York: Crown Publishers, 1997.

*Weisbach M. S.* Outside directors and CEO turnover // *Journal of Financial Economics*, 1988, № 20. P. 431–461.

*Wermers R.* Mutual fund herding and the impact on stock prices // *Journal of Finance*, 1999, № 54. P. 584.

*Wernerfelt B.* A resource-based view of the firm // *Strategic Management Journal*, 1984, № 5. P. 171–180.

*Wilensky H., and Turner L.* Democratic corporatism and policy linkages: The interdependence of industrial, labor-market, incomes, and social policies in eight countries. Working paper. Berkeley, Calif.: University of California Institute of International Studies, 1987.

*Wolfe T.* The bonfire of the vanities. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1987.

*Wurgler J.* Financial markets and the allocation of capital // *Journal of Financial Economics*, 2000, № 58. P. 187–214.

*Yergin D., Stanislaw J.* The commanding heights: The battle between government and the marketplace that is remaking the modern world. New York: Touchstone, 1999.

# УКАЗАТЕЛЬ

## Имен, географических названий и др.

### А

Англия — 41, 64, 65, 69, 179, 192, 193, 197—200, 205, 207, 208, 216, 217, 222, 223, 246, 253, 271, 393

### Б

Бангладеш — 35, 36, 45

Бразилия — 41, 99, 173, 175—180, 244

Бреттонвудское соглашение — 263, 329, 330, 337, 355, 358, 359, 365, 366

Брандейс Луис — 70, 71, 113

Белл Дэниэл — 141

### В

Великобритания — 182, 190, 223, 270, 273, 293, 338, 341, 347, 357, 387, 416

Вильсон Вудро — 59, 60

Вульф Томас — 58

### Г

Германия — 27, 36, 38, 71, 182, 245, 248, 265, 270, 273, 283, 290, 293, 295, 338—343, 347

Гласса—Стиголла закон — 303, 306, 307, 402

Гринспен Алан — 313

**Д**

Датт Джеймс — 102, 103, 105

**Е**

Европа — 212, 244, 264, 285, 315, 332, 363, 394,

Европейский союз — 259, 298, 363, 394, 417

**И**

Индекс «S&P 500» — 106, 158, 160

Индия — 41, 52, 162, 220, 237, 323, 385, 390, 391, 399

Испания — 200, 244, 259, 262, 265, 326

Италия — 41, 64, 65, 68, 115, 172, 181, 190, 196, 220, 270, 273, 290,  
293, 294, 296—298, 302, 309, 333, 334, 362—364, 392, 409

**К**

Канада — 270, 273—275, 293

Кейнс Джон Мэйнард — 286, 329, 331—333, 356, 359, 364

Китай — 52, 171, 299, 385

Комиссия по ценным бумагам и биржам — 107, 227, 306

**Л**

Латинская Америка — 40, 285

Лисон Ник — 146, 321

**М**

Марковиц Гарри — 82, 114, 115, 117

Маркс Карл — 81, 364, 373—375

Мексика — 173—180, 244

Митчелл Чарльз — 312, 322

**Н**

Норвегия — 182, 270, 271, 273

Нью-Йоркская фондовая биржа — 119, 225, 228, 342

## О

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) — 341

## П

Пекоры комитет — 306, 307, 322

Перейр Эмиль и Исаак — 247, 248, 250, 251

Польша — 95, 226, 227

Понци схема — 320, 322, 333

Пуджо комиссия — 70

## Р

Рейган Рональд — 365, 366

Рио-де-Жанейро, фондовая биржа — 175, 177

Рокфеллер — 73, 402

Россия — 98, 193, 218, 221, 273

Ротшильд — 248, 250, 252

Рузвельт Франклин — 114, 286—289, 308, 322

## С

Сен-Симон Анри де — 246, 247

Смит Адам — 37, 91, 375

США — 27, 28, 36, 38, 42, 71, 72, 84, 91, 92, 95, 98, 106, 107, 112—114, 120, 123, 127, 128, 130, 134, 137, 144, 145, 156, 164, 170, 180—183, 190, 227, 228, 252, 254, 256, 270—273, 275, 285, 288—290, 293, 295, 302—304, 309, 310, 313—316, 319, 326, 328, 330, 332, 338, 339, 341, 343, 349, 356—359, 378, 381, 384, 386, 389, 392—394, 401, 408, 409, 411, 416

Сото Эрнандо де — 66

Стиглер Джордж — 234, 241, 364

## Т

Тэтчер Маргарет — 365, 366

**Ф**

Федеральная резервная система — 151, 365, 402

Франция — 36, 71, 86, 112, 182, 183, 199, 200, 216, 217, 219,  
244–250, 260–263, 269–271, 273, 279, 293, 326, 328, 378

**Х**

Хайек Фридрих — 92, 94, 364, 365

Харрингтон Джеймс — 212, 213, 406

Хобсбаум Эрик — 71, 76

**Ч**

Чандлер Альфред — 71, 72, 74, 79

**Ш**

Швейцария — 270, 273

Швеция — 253, 270, 273, 292, 293, 326

Шумпетер Йозеф — 184, 185

**Э**

Эллис Джим — 33, 34

**Ю**

Южная Америка — 40, 164

Южная Корея — 182, 328, 341, 390

Юнус Мухаммед — 30, 31

**Я**

Япония — 182, 265, 267, 270, 271, 273, 285, 290, 292, 293, 298–302,  
309, 328, 337, 338, 343, 350, 352, 353, 392

## **Компаний**

3Com — 149, 152, 153

### **В**

Beatrice — 101—105, 116, 118

Barings — 146, 147, 321

### **С**

Crédit Mobilier — 245, 247—252

### **Д**

Dun and Bradstreet (D&B) — 91

### **Е**

Enron — 27, 145, 147, 312, 320, 321, 380, 381, 421, 422

### **Г**

Global Crossing — 145, 380, 381

### **Л**

Long Term Capital Management (LTCM) — 139, 150

### **М**

Mazda Motors — 349—352

Microsoft — 140, 348, 402

### **Н**

National City Bank — 304, 305

### **Р**

Palm Computing — 148, 149, 150, 152, 153

**R**

Rhone-Poulenc — 86, 87, 119

**S**

Standard Oil — 73–75, 402

Shell — 148–151

**T**

Tyco — 312, 380

Toyota — 123, 129, 267

**Z**

Zapata Corporation — 154, 155



**ЗИНГАЛЕС Л., РАДЖАН Р.**

**Спасение капитализма  
от капиталистов**

**Скрытые силы финансовых рынков —  
создание богатства и расширение  
возможностей**

Перевод с англ. *Анастасия Тяглова*  
Научный редактор *Константин Сонин*  
Дизайн обложки *Олег Пудов*  
Редактор *Наталья Борисова*  
Корректор *Наталья Кольцова*  
Верстка *Ирина Сметанина*



БИБЛИОТЕКА

ИНСТИТУТА КОМПЛЕКСНЫХ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

## СПАСЕНИЕ КАПИТАЛИЗМА ОТ КАПИТАЛИСТОВ

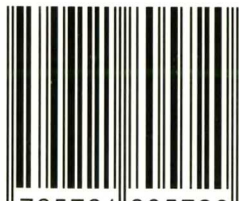
СКРЫТЫЕ СИЛЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ - СОЗДАНИЕ БОГАТСТВА И РАСШИРЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ



**Луиджи Зингалес** – профессор Высшей школы бизнеса Чикагского университета, преподает теорию предпринимательства и финансов, ведет популярный курс по финансированию новых предприятий. Родился в Италии в 1963 г. Является одним из ведущих научных экспертов в области корпоративного управления и одним из основателей Европейской группы экспертов по корпоративному управлению. Публикуется в ведущих финансовых и экономических журналах, ведет регулярную колонку в итальянской газете «Il Corriere della Sera». Является сотрудником Национального бюро экономических исследований и Центра исследований экономической политики.



**Рагхурам Раджан** – профессор Высшей школы бизнеса Чикагского университета, один из ведущих научных экспертов в области сравнительных финансовых систем и банковской сфере. Ведет курс по корпоративному финансовому управлению. Родился в Индии в 1963 г. Начав работать в школе в 1991 г., уже через три года он стал постоянным профессором. Является директором Американской финансовой ассоциации, редактором журнала «American Economic Review» и директором программы по корпоративному финансированию Национального бюро экономических исследований. В июле 2003 г. Р. Раджан был назначен на должность экономического советника и директора исследовательского департамента Международного валютного фонда.



9 785721 805720