

Роберт Шиллер

ФИНАНСЫ и хорошее общество



ИЗДАТЕЛЬСТВО
И ИНСТИТУТА
ГЯИДАРА

**ФИНАНСЫ
И ХОРОШЕЕ ОБЩЕСТВО**

Robert J. Shiller

Finance and the Good Society

PRINCETON UNIVERSITY PRESS · 2012

Роберт Шиллер

Финансы и хорошее общество

Перевод с английского
Юрия Каптуревского

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА

МОСКВА · 2014

УДК 330.1
ББК 65.01
Ш58

Издание осуществлено при финансовой поддержке
Фонда Егора Гайдара

Шиллер, Р.

Ш58 **Финансы и хорошее общество [Текст] / пер. с англ.
Ю. Каптуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. —
М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. — 504 с.**

ISBN 978-5-93255-389-3

Репутация финансовой отрасли после финансового кризиса 2008 г. плоха как никогда. Роберт Шиллер, профессор экономики Йельского университета и лауреат премии им. Альфреда Нобеля по экономике 2013 г., — один из немногих, кто предсказал и биржевой «пузырь» 2000 г., и «пузырь» на рынке жилой недвижимости, который привел к кризису 2008 г. Тем не менее в этой важной и своевременной книге Шиллер утверждает, что мы должны не осуждать финансы, а сделать так, чтобы они работали на благо общества. Он показывает, что финансы, вовсе не паразитируя на обществе, — один из наиболее мощных инструментов для разрешения наших общих проблем и увеличения общего благосостояния. Нам необходимо больше, а не меньше финансовых инноваций, и финансы должны играть большую роль в содействии обществу в достижении его целей.

УДК 330.1
ББК 65.01

© Издательство Института Гайдара, 2014
Copyright © 2012 by Princeton University Press

Все права сохранены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме с помощью каких-либо электронных или механических средств, включая изготовление фотокопий, запись, поиск и хранение информации, без письменного разрешения издателя.

ISBN 978-5-93255-389-3

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие · 11

Благодарности · 23

Введение: финансы, ответственное управление и наши цели · 25

Что скрывается за фразой «эволюция финансового капитализма»? · 27; Неотвратимое наступление финансового капитализма · 29; Финансовый капитализм и марксистский коммунизм · 32; Финансовый капитализм вступает в пору зрелости · 35; К рабочей теории финансового капитализма · 36; Чем «занимаются» финансы · 38; Финансы соответствуют хорошему обществу · 40; Возможности завтрашнего дня: финансовый капитализм в информационную эпоху · 42; Финансовая деятельность в экономике · 47; Финансовый капитализм и проблема финансовых инноваций · 49; О чем пойдет речь далее? · 52

ЧАСТЬ I. СФЕРА ФИНАНСОВ: РОЛИ И ОБЯЗАННОСТИ

Глава 1. Главный исполнительный директор (СЕО) · 59

Преемственность руководства · 60; Установление уровня вознаграждения · 64; Моральный риск и отсроченное денежное вознаграждение · 67; Совет директоров и назначения по знакомству · 69; Всеобщий характер проблемы стимулирования руководства компаний · 72

Глава 2. Инвестиционные менеджеры · 75

Переиграть рынок · 76; Устойчивость результатов деятельности инвестиционного менеджера · 82; «Мыльные пузыри» денежного вознаграждения инвестиционных менеджеров · 86; Отвлекающие игры инвестиционных менеджеров · 89; Честность в инвестиционном менеджменте · 94

Глава 3. Банкиры · 96

Происхождение банков · 98; Банки как институты, предоставляющие возможность получения безопасного дохода и ликвидность · 100; Эволюция и будущее банковской деятельности · 107; Демократизация банковского дела · 110

Глава 4. Инвестиционные банкиры · 113

Демократизация инвестиционной банковской деятельности · 117; Инвестиционная банковская деятельность и стимулирование · 120

Глава 5. Ипотечные кредиторы и секьюритизаторы · 122

Инициирование ипотечного кредита · 123; Секьюритизация ипотеки · 125

Глава 6. Трейдеры и маркетмейкеры · 137

Трейдеры как менеджеры системы финансового вознаграждения · 140; Высоочастотный трейдинг · 143; Многообразный трейдинг · 145

Глава 7. Страховщики · 151

Демократизация страхования · 153; Борьба с долгосрочными рисками · 156; Процесс совершенствования страхования · 159

Глава 8. Конструкторы рынков и финансовые инженеры · 160

Многообразии целей конструирования рынков · 162; Конструирование рынков, необходимых для решения очень личных проблем · 164

Глава 9. Создатели деривативов · 171

Происхождение деривативов · 172; Оправдания рынков деривативов · 176; Регулирование торговли опционами · 181

Глава 10. Юристы и финансовые советники · 184

Юристы · 186; Доступность юристов в общем... · 187; ... и для людей с низкими и средними доходами · 189; Финансовые советники · 190; Юридические и финансовые советники как ключевые элементы финансового капитализма · 194

Глава 11. Лоббисты · 196

Недостаточное противодействие силе лоббистов · 196; И все же лоббисты способны приносить пользу обществу · 204; Реформирование лоббистской деятельности и лоббистов · 207

Глава 12. Регуляторы · 210

Саморегулируемые организации · 215; Государственные регуляторы · 217

Глава 13. Бухгалтеры и аудиторы · 221

Глава 14. Работники сферы образования · 227

Историческая миссия бизнес-образования · 228; Экономическое образование и нравственность · 232

Глава 15. Специалисты по финансам в сфере общественных благ · 234

Глава 16. Политические деятели, ответственные за стабилизацию экономики · 242

Политические деятели, ответственные за осуществление денежно-кредитной политики · 244; Политические деятели, ответственные за осуществление налогово-бюджетной политики · 251; Создание финансовых институтов, призванных ограничить размах экономических флуктуаций · 254; Стабилизация в будущем · 256

Глава 17. Менеджеры некоммерческих организаций и доверительные управляющие · 259

Деятельность доверительных управляющих способствует достижению долгосрочных целей · 259; Некоммерческие организации · 262; Институциональные «накопители» · 267; Будущее доверительного управления и некоммерческих организаций · 268

Глава 18. Филантропы · 270

Фундаментальная экономическая роль филантропов · 272; Эгоизм и филантропия · 275

ЧАСТЬ II. НЕДОВОЛЬСТВО ФИНАНСАМИ

Глава 19. Финансы, математика и красота · 283

Симметрия · 283; Красота экономической деятельности, опирающейся на финансы · 287

Глава 20. Категоризация людей: финансисты против художников и других идеалистов · 289

Глава 21. Импульс к риску · 296

Риск превращается в призвание · 299; Тревога и неравенство · 300

Глава 22. Импульс к традиционным, хорошо знакомым инструментам и решениям · 303

Принимая слова за вещи · 307; Установленное право · 316

Глава 23. Долг и соотношение заемных и собственных средств · 319

Человеческие ошибки в отношении долга · 322; Уровень задолженности в США во время финансового кризиса 2007 г. · 324; Уровень задолженности и европейский долговой кризис · 326; Циклическое изменение соотношения заемных и собственных средств · 328; Одиозный и благотворный долг · 332

Глава 24. Финансы как сфера деятельности, пользующаяся сомнительной репутацией, и некоторые заслуживающие сожаления искушения, присущие финансам · 336

Сравнение с азартными играми в казино · 338; Когнитивный диссонанс и лицемерие · 342; Нравственная цель · 345; Ошибочно принимаемое за порок · 349; Люди, безусловно, осознают низость · 350; Уход от чрезмерно острой реакции на нечестное поведение · 351

Глава 25. Значение финансовых спекуляций · 353

Спекуляции способствуют рыночной эффективности · 354; *Spiritus Animalis*, или Иррациональное начало · 360; Отбор и спекулятивное поведение · 363; Ограниченная ответственность · 366; Отказ от партнерства в пользу публичных корпораций с ограниченной ответственностью · 368; Поощрение положительной стороны финансовых спекуляций · 371

Глава 26. Спекулятивные «мыльные пузыри» и их издержки для общества · 373

Что представляет собой спекулятивный «мыльный пузырь»? · 373; Социальные эпидемии · 375; Нефинансовые инвестиционные «пузыри» · 379; Войны и «мыльные пузыри» · 383; «Хорошее общество» · 384; Значение «мыльных пузырей» · 387

Глава 27. Неравенство и несправедливость · 391

Финансы и несправедливость · 392; Как богатство связано с финансами · 393; Возможные «мыльные пузыри» в финансовом вознаграждении · 395; Семейные династии · 397; Демонстративное потребление · 398; Налоги на наследство · 402; Индексация налогов по неравенству или страхование от неравенства · 405; Необходимость последовательности в своих действиях и применения финансовой теории · 410

Глава 28. Проблемы с филантропией · 412

Усиление стимулов к благотворительности · 417; Налоговое законодательство, благоприятствующее благотворительности · 419; Ослабление потребности в упрощении налоговой системы · 423; Более точно сфокусированные благотворительные вычеты и налоговые кредиты · 424; Налоговые стимулы для дарений в общении между людьми · 426; Некоммерческие корпорации участия · 430; Другие способы повышения эффективности благотворительной деятельности · 432; Наши цели и наша жизнь · 436

Глава 29. Распыление собственности на капитал · 438

Земельная реформа · 442; Домовладение · 445; Собственность на инвестиционные портфели · 448; Политика, поощряющая превращение наемных работников в собственников бизнеса · 450; Ограничение процесса концентрации · 455; Совместное воздействие политических решений, направленных на распыление капитала · 457

Глава 30. Великие заблуждения прошлого и наших дней · 459

Великое заблуждение в 1910 г. · 462; Великое заблуждение относительно первопричин Первой мировой войны · 467; Великое заблуждение в современном бизнесе · 469; Удовлетворенность жизнью · 471; Агрессия в жизни и в бизнесе · 474; Финансы и урегулирование конфликтных ситуаций · 478

Литература · 483

Предисловие

ПРИСТУПАЯ к работе над этой книгой, я полагал, что ее читателями станут студенты моего курса по финансам, который я уже четверть века читаю в Йельском университете. Многие из этих молодых людей все еще ищут свое место в мире. Им, конечно же, интересно, пройдут ли их мечты и цели проверку суровой реальностью. Я надеялся, что эта книга поможет им лучше понять современную систему финансового капитализма, в которой они живут и, независимо от выбора той или иной карьеры, будут жить по прошествии нескольких десятков лет.

Более того, в 2008 г. мой курс стал доступен в Интернете. Видеозаписи этих лекций выкладывались для всех желающих в рамках «Открытых курсов Йеля». В 2012 г. были опубликованы новые записи моих лекций¹. И поэтому одним из резонансов, которыми я руководствовался при написании этой книги, были потребности моих дистанционных студентов из различных стран мира, изучавших финансы с помощью видеозаписей лекций.

1. Видеозаписи полного курса моих лекций «Экономика 252, Финансовые рынки» выложены по адресу <http://oyc.yale.edu/economics>, а также на других специализированных сайтах. Лекции 2008 г. и 2011 г. представляют собой два различных варианта одного и того же курса и доступны всем желающим. Более поздние лекции (2011 г.), которые я читал в то время, когда работал над этой книгой, включают в себя проблемные вопросы и ответы на них, вопросы и ответы к итоговому экзамену, а также вопросы и ответы для самооценки. Обратите внимание, что изучение этого курса в Интернете не означает получения зачетной оценки («кредита») в Йеле.

Однако после начала работы над книгой на первый план начала постепенно выходить более крупная и важная цель, связанная не только с учебными вопросами. Все мы живем в мире финансового капитализма — экономической системы, которая во все большей степени определяет направление деятельности финансовых институтов. В условиях начавшегося в 2007 г. тяжелого финансового кризиса многим кажется, что эта система начала давать сбои, в ней произошла какая-то поломка. Нам всем ради нас самих и наших детей необходимо рассмотреть вопрос о том, в правильном ли направлении идет наше общество.

Финансовый капитализм представляет собой «изобретение», и процесс его изобретения далеко не завершен. Развитие системы должно быть продуманным. Огромное значение имеет дальнейшее расширение финансового капитализма, его демократизация и гуманизация, позволяющие добиться еще более глубокого положительного воздействия финансовых институтов на жизнь людей. Условие достижения этой цели — предоставление людям возможности участвовать в финансовой системе на равных условиях и обеспечение им неограниченного доступа к информации и соответствующим ресурсам (и человеческим, и электронным). Выполнение этого условия позволит людям активно и разумно использовать имеющиеся у них возможности. Это будет означать, что они рассматривают себя как часть современного финансового капитализма, а не как жертв агрессивных и эгоистичных действий циничных финансовых организаций. Это будет означать создание новых финансовых продуктов, в которых учитывается большинство современных достижений финансовой теории, а также научной революции в поведенческой экономике и поведенческих финансах, исследующих реальные человеческие ограничения, препятствующие рациональному принятию решений. Создание и внедрение такого рода изобретений будет наилучшей тактикой в борьбе с экономическим неравенством. Это бу-

дущее находится в руках людей, и стариков, и молодых, которые могут прочесть эту книгу.

Важность рассматриваемого нами вопроса стала очевидной во время написания этой книги, когда многие страны мира продолжают борьбу с последствиями начавшегося в 2007 г. финансового кризиса. Датировать его довольно трудно, так как в тот момент, когда я пишу эти строки (2012 г.), кризис продолжается. Возможно, худшее еще впереди. Усилия различных государств, направленные на решение проблем, вызвавших кризис, все еще носят ограниченный характер, а результаты «стресс-тестов», призванные внушить нам оптимизм относительно текущего состояния финансовых институтов, не вызывают большого доверия.

Когда моя работа над книгой была в полном разгаре, первые полосы газет запестрели новостями о публичных уличных протестах (2011 г.). Вероятно, их участники были вдохновлены примером «арабской весны», направленной против диктаторских режимов ближневосточных государств. Сначала с протестом против деятельности финансовых организаций выступили участники *Movimento 15-M* в Мадриде, затем — *Occupy Wall Street* в Нью-Йорке. Этот призыв был подхвачен в Бостоне и Лос-Анджелесе, Лондоне, Мельбурне, Риме и многих других городах. Прокатившиеся по России в декабре 2011 г. после парламентских выборов протесты отражали недовольство населения тем, как уютно чувствуют себя богатые «олигархи бизнеса». Общей чертой всех этих движений был призыв к большей демократии, к прекращению практики тайных договоренностей государства и тесно связанных с ним финансовых кругов. Участники протестов далеко не всегда были последовательны в своих доводах и риторике, но большинство из них продемонстрировали приверженность демократическим ценностям и гражданскую ответственность.

Общественные движения отнюдь не обязательно являются левыми. Даже те из них, кто рассматривает себя как идеологическую оппозицию *Occupy Wall Street* в США

(например, правые активисты «движения чаепития»), надо полагать, озабочены концентрацией богатства и власти в Нью-Йорке и других финансовых центрах, в то время как «всю работу» делает «средний американец». Все выглядит так, словно участники всех политических движений пришли к едва ли не всеобщему согласию. Они не желают, чтобы богатейшие финансовые круги использовали свое влияние на государство для дальнейшего обогащения, как это происходило и в период до начала кризиса, и впоследствии. Ответ на вопрос о том, какими должны быть следующие шаги, вызывает гораздо больше разногласий.

Многие не сомневаются, что те, кто несет ответственность за финансовый кризис, должны сидеть в тюрьме. В конце 2011 г. мне довелось выступить на вечернем приеме, устроенном Чикагским советом по глобальным вопросам, для широкой аудитории, состоявшей преимущественно из деловых людей. После того как я закончил свою речь, присутствующие набросились на меня с жесточайшей критикой. Им казалось, что я уделил недостаточное внимание обвинениям в мошенничестве, выдвинутым против финансовых фирм в самом начале кризиса. Я был изумлен тем раздражением, той яростью, с которой выступали представители делового сообщества. Их речи ничем не отличались от выкриков участников уличных протестов. В своей ненависти к финансистам сошлись республиканцы с демократами. Но более всего меня поразило то, что моя основная тема — необходимость демократизации финансов посредством улучшения функционирования финансовых рынков в интересах всех людей — оставила аудиторию совершенно равнодушной, хотя, как мне представляется, она соответствует важнейшим целям и задачам *Occupy Wall Street*.

Нельзя не признать, что незаконная деятельность была одной из причин нынешнего финансового краха, но сосредоточение на ней не позволяет нам увидеть картину в целом. Проблемы в функционировании

финансовой системы вызваны действием целого ряда факторов. Если в процессе улучшения системы мы будем игнорировать глубинные источники этих проблем, то не сможем понять сущность трудностей, с которыми пришлось столкнуться, и не сможем справиться с ними.

Безусловно, наказание должны понести все причастные к финансовым махинациям. Но едва ли можно возлагать вину за кризис на внезапную вспышку враждебности. Положение, сложившееся во время бума, который привел нас к кризису, напоминало ситуацию на автомагистрали, на которой большинство машин двигаются со скоростью чуть больше разрешенной. В этом случае законопослушные водители будут просто двигаться в общем потоке. В своем итоговом докладе американская Комиссия по расследованию финансового кризиса описывает бум как «сумасшествие»². Чем бы он ни был на самом деле, у нас нет оснований говорить о том, что он носил преимущественно криминальный характер.

Развивая метафору с автомагистралью, мы можем предположить, что конструкторам автомобилей следовало бы сосредоточить внимание на решениях, позволяющих усовершенствовать управление транспортными потоками (включая применение системы поддержания оптимальной скорости движения, внешнюю электронную обратную связь с автомобилями), и в конечном счете на внедрении автомобильного автопилота — комплексных новых систем, которые позволяли бы нам более легко и безопасно достигать пункта назначения. Если это будущее ждет автомагистрали, то нечто подобное было бы полезно и нашим финансовым институтам.

Все упомянутые выше протестные движения представляют собой наиболее яркие проявления недовольства, которое с самого начала финансового кризиса высказывалось в разговорах и блогах. Общее между выступлениями участников уличных протестов и серди-

2. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): 188.

тых деловых людей состоит в расплывчатости речей — мы не понимаем, что делалось не так или как следовало действовать. Глубинная неудовлетворенность функционированием нашей финансовой системы, возникшая в результате финансового кризиса, отражает реальные ее проблемы, которые необходимо устранить, — проблемы, которые не были разрешены осуществленными после кризиса изменениями в законодательстве и в регулятивных правилах.

Финансовый кризис показался на горизонте США в момент начала падения цен на жилье в 2006 г. Согласно общеамериканскому индексу цен на жилье Standard & Poor's/Кейса — Шиллера, в 2006–2011 гг. цены на жилую недвижимость снизились более чем на 40%. К 2007 г. это падение привело к резкому снижению цен на ипотечные ценные бумаги, достаточному для возникновения кризисной ситуации у инвесторов, вложивших в них свои средства. Она получила название кризиса *субстандартного кредитования*, так как падение цен имело особенно сильные отрицательные последствия для ипотечных кредитов, полученных субстандартными заемщиками. Имеются в виду покупатели жилых домов, вероятность отказа которых от исполнения обязательств по кредитам оценивалась банками как более высокая. Давая такую оценку, банки исходили из данных о прошлых платежах и занятости заемщиков. Финансовые инновации, связанные с этими субстандартными кредитами, и были объявлены «виновными» в кризисе. Но кризис не ограничился сферой субстандартных ипотечных кредитов; это был только первый шаг в ужасающей катастрофе. Обрушение цен на недвижимость, сопровождавшееся крахом финансовых институтов, произошло не только в США, но и в Европе и по всему миру. К весне 2009 г. кризис стал настолько глубоким, что он описывался как крупнейшее финансовое бедствие со времен Великой депрессии 1930-х гг. — более ужасное, чем Азиатский финансовый кризис 1990-х гг., и более ужасное чем кризисы, вызванные ростом цен на нефть в 1974–1975 гг.

и 1981–1982 гг. Начиная с 2010 г. кризис еще больше усугубился из-за проблем с европейскими суверенными долгами и банками, что привело к многочисленным понижениям рейтингов не только государственных долгов, но и фонда срочной помощи еврозоны — Европейского фонда финансовой стабильности. Последствия кризиса дают о себе знать по всему миру.

Несмотря на проблемы в сфере ипотечного кредитования и трудности, с которыми столкнулись многие крупные финансовые институты (часть из них была обусловлена чрезмерным энтузиазмом и наивностью, часть была вызвана открытыми попытками манипулирования и обмана), я, в отличие от многих других, никогда не воспринимал эти проблемы как обвинительное заключение против современной финансовой системы. Конечно же, она далека от совершенства, но я по-прежнему восхищаюсь тем, что она позволяет делать, и хорошо представляю, насколько впечатляющим может быть ее функционирование в будущем.

Я осознаю, что, по мнению критиков, единственным следствием подготовки студентов к карьере в финансовой сфере является усиление тенденции к усугублению экономических страданий для многих и многих людей. Конечно, некоторые из тех, кто трудится в сфере финансов или связанных с нею областях, довольно часто получают огромное материальное вознаграждение, в то время как другие зарабатывают совсем немного. Современному обществу действительно присуща тенденция к углублению экономического неравенства³. Важный вклад в ее формирование внесла практика особенно высокого денежного вознаграждения усилий людей, деятельность которых, так или иначе, связана с финансами, в то время как те, кто трудится в других сферах экономики (включая большую часть среднего класса

3. Во многих отдельно взятых странах эта тенденция очевидна, но для мира в целом ее воздействие компенсируется ростом доходов в развивающихся странах. См. Sala-i-Martin (2006).

и беднейшие слои населения), постепенно теряют опору под ногами. Помощь, которую получили от государства во время кризиса и без того прекрасно обеспеченные банкиры, еще более усилила тревоги общества по поводу неравенства.

Однако финансы не должны рассматриваться ни как гарантия исключительной принадлежности к элите, ни как двигатель экономической несправедливости. Финансы, при всех своих изъянах и перегибах, представляют собой силу, потенциально способную оказать нам помощь в создании лучшего, более процветающего и более равного общества. В действительности, финансы сыграли центральную роль в подъеме современных процветающих рыночных экономик — без них был бы невозможен сам этот процесс. Если отвлечься от заголовков, объявляющих банкиров и финансистов самодовольными организаторами экономических неурядиц и бедствий, финансы остаются важнейшим социальным институтом, необходимым для управления рисками, с которыми сталкивается общество в процессе преобразования творческих импульсов в жизненно важные товары и услуги: от усовершенствованных хирургических операций до передовых производственных технологий, сложных научно-исследовательских предприятий и государственных систем социальной помощи. С позиции общества взаимоотношения между финансовыми институтами и отдельными людьми имеют фундаментальный характер. Прояснение условий этих взаимоотношений и установление должного контекста их осуществления и упрочения и являются предметом этой книги.

Парадоксально, но та самая финансовая система, без которой были бы немыслимы важнейшие достижения человечества, способна приводить к катастрофическим разрушениям. Тем не менее общество должно не ограничивать финансовые инновации, а распространять их. Данный подход позволяет ослабить воздействие финансовых катастроф и одновременно демократизиро-

вать финансы. В разных разделах этой книги я описываю разрабатываемые в настоящее время финансовые инновации, а также предлагаю самые новые примеры того, как творческие и руководствующиеся благими намерениями люди способны и дальше действовать в интересах нашего общества и демократизации его финансов.

Но финансовый кризис напоминает нам, что инновации должны осуществляться так, чтобы они способствовали ответственному управлению использованием имеющихся у общества ресурсов. Наилучший способ достижения этой цели заключается в привнесении в культуру Уолл-стрит высоких моральных принципов посредством создания и соблюдения образцовых практик представителями различных профессий — генеральными директорами и трейдерами, бухгалтерами и инвестиционными банкирами, юристами и филантропами.

В 1776 г., после публикации классического труда Адама Смита «Исследование о природе и причинах богатства народов», провозглашенного отправной точкой современной экономической науки, для мыслителей и критиков самым большим вопросом являлась проблема таможенных тарифов⁴. Частные производители требовали от правительств признания приоритетности своих интересов по отношению к интересам общества в целом и лоббировали установление государством достаточно высоких тарифов, которые избавили бы их от конкуренции со стороны иностранных поставщиков, имевших более низкие издержки. Но Адам Смит и его последователи наглядно продемонстрировали важность торговли для широкого распространения богатства народов. С тех пор лоббистам, отстаивающим групповые интересы, стало гораздо труднее добиваться повышения таможенных тарифов. Современная меж-

4. Smith (1776).

дународная торговля в значительной степени является свободной. Начиная с революций XVIII столетия она постепенно превращалась в жизненно важный институт быстрого роста и широко распространившегося процветания.

В наши дни глубокого финансового кризиса предметом разногласий мыслителей и критиков считается не торговля, но финансы сами по себе. Волна враждебности докатилась даже до тех общественных институтов, которые лишь косвенно ассоциируются в сознании людей с финансами. Она вызывает воспоминания о состоянии общественного сознания в период последнего крупнейшего мирового финансового кризиса — Великой депрессии после 1929 г. Воцарившееся в то время в умах смятение было настолько сильным, что большая часть мировой экономики оказалась парализованной, а следствием повышения международной напряженности стала Вторая мировая война.

Порожденная кризисом и охватившая общество враждебность может оказать никак не желательное сегодня угнетающее воздействие на финансовый прогресс. Как ни странно, но для того, чтобы добиться снижения вероятности финансовых кризисов в будущем, необходимо не ограничение финансовой деятельности, а использование более совершенных финансовых инструментов. Одновременно публику весьма раздражает существующая, как ей кажется, несправедливость, когда те, кто занят в сфере финансов, зарабатывают большие деньги. Такое отношение, когда все новое воспринимается с подозрением, отрицательно сказывается на инновациях. Политический климат способен заморозить инновационный процесс, что препятствует прогрессу финансового капитализма в тех направлениях, где он мог бы оказаться выгодным для всех граждан.

Разумеется, финансовые инновации продолжают, пусть достаточно медленно и на весьма консервативном уровне. Но охвативший общество страх препятствует распространению важных новых финансовых продук-

тов. В этой книге я утверждаю, что причиной финансового кризиса были вовсе не только алчность и нечестность игроков из мира финансов; в конечном итоге кризис был вызван фундаментальными структурными изъянами наших финансовых институтов. Тем не менее таким изъянам, как провал в управлении рисками, связанными с недвижимостью, или провал в регулировании «кредитного плеча», и сегодня уделяется недостаточное внимание; реакция на кризис заключалась отнюдь не в осуществлении смелых инноваций в проблемных областях, в которых наши институты продемонстрировали свою несостоятельность. Вместо этого основное внимание было сосредоточено на избегании срочной помощи со стороны государства частным компаниям и сокращении государственного долга посредством урезания расходов правительства. Политические инициативы, выдвинутые в ответ на проявляемое публикой недовольство, были направлены на борьбу с явлениями, которые общественность воспринимала как проблему, без учета мнения тех, кто способен был предложить новые идеи.

Социально-продуктивные финансовые инновации могли бы осуществляться гораздо быстрее, учитывая революцию в сфере информации и то, как много стран экспериментируют с различными экономическими структурами и конкурируют в борьбе за место на мировой рыночной площадке. В течение нескольких последних десятилетий мы были свидетелями быстрого развития финансовых контрактов вширь (выражавшегося в расширении масштабов рынков), направленного на обеспечение безопасности наших фундаментальных экономических активов. Инновации могли включать в себя внедрение новых и более совершенных гарантий, направленных на защиту от экономической депрессии, включая распространение новых видов договоров страхования, позволяющих людям проявлять большую предприимчивость, не опасаясь экономической катастрофы. Мы стали очевидцами разработки инноваци-

онных мер, призванных ограничить распространение «чумы» экономического неравенства, угрожающей возникновением в обществе опасных социальных проблем.

Более всего я хочу, чтобы мои близкие и дальние, молодые и немало пожившие, студенты знали, что финансы обладают потенциалом привнесения надежды на более честный и справедливый мир. Условием достижения этой цели является их энергия и разум.

Благодарности

В О ВРЕМЯ написания книги здесь в Йеле моими «глазами и ушами» были научные ассистенты. Я имею в виду своих студентов Оливера Банна, Джорджа Кука, Дак-Джиу Канга, Бина Лай, Майкла Лава, Линдси Реймонд, Кейт Страттон, Аргирис Циарас и Рейчел Ванг. Весьма полезными стали отзывы студентов, слушавших мой университетский курс финансов, и использовавших первоначальный вариант книги в качестве дополнения к основному учебнику. Мне необходимо было взглянуть на проблему глазами молодых людей. Я хотел рассмотреть финансовый мир с точки зрения студентов, жизнь которых находится в стадии формирования, кто стоит в самом начале своей карьеры, независимо от того, будет ли она связана с финансами или нет. Здесь меня ждали удивительные открытия.

Своими полезнейшими комментариями и предложениями со мной делились и мои коллеги, и анонимные рецензенты. Я хотел бы выразить огромную признательность Карлу Кейсу, Джону Кокрейну, Сету Фишофу, Джону Генакоплосу, Гэри Гортону, Генри Гансману, Дэолу Ли, Биллу Ли, Шломо Майталю, Уэйну Муру и Паско Ракичу. Они не несут ни малейшей ответственности за сделанные мною ошибки.

Меня неизменно поддерживали административные ассистенты Кэрол Коупленд и Мелисса Стьюдер.

Огромную помощь в работе над книгой оказала моя жена Вирджиния, частнопрактикующий психолог и клинический инструктор Йельского центра детских исследований. Мы вместе обсуждали все мои идеи. Я обязан Вирджинии всем, что было мною сделано.

Я хотел бы поблагодарить Комитет по публичным лекциям Принстонского университета, пригласивший меня прочитать в цикле памяти Уолтера Эджа лекцию «Финансы и хорошее общество», в которой впервые были представлены идеи, впоследствии положенные в основу этой книги. Я искренне признателен слушателям этой лекции, высказавшим мнения о моих предложениях.

Огромную помощь в создании концепции и работе над книгой оказал мне Питер Догерти, директор издательства Princeton University Press. Хотелось бы поблагодарить всех сотрудников издательства и, конечно же, работников книгоиздания в целом за инициирование широкого обсуждения, которое в конечном счете сделало возможной саму эту книгу.

Я верю в возможности достижения понимания того или иного предмета с помощью *книг*, а не только научных статей в профессиональных журналах. Мне представляется, что более широкое обсуждение темы в книгах позволяет достичь и более глубокого понимания рассматриваемого предмета. Исходным пунктом написания этой книги стала моя работа со студентами. Поэтому, как и любой хороший преподаватель, я включил в нее множество ссылок на книги, которые могут оказаться очень полезными тем, кто всерьез изучает финансы. Но я счел необходимым оставить их даже после того, как решил написать книгу для широкой публики, а не только для студентов. Я считаю, что для всех читателей, включая моих коллег по профессии, большее значение имеют системно изложенные интересные книги, затрагивающие широкую проблематику, чем специальная учебная литература. Я не воспринимаю эти книги как научно-популярную литературу, скорее, как предлагающие новые знания, оригинальные, провокативные и стимулирующие мыслительный процесс произведения. Точно так же я отношусь и к своей новой книге в надежде, что ее читатели придут к такому же мнению.

Введение: финансы, ответственное управление и наши цели

КАКИМ должно быть содержание книги, название которой звучит как «Финансы и хорошее общество»? Некоторые читатели могут воспринять его как соединение двух несочетающихся друг с другом понятий. Обычно под финансами понимают науку и практику управления богатством — увеличение объемов портфелей, управление связанными с ними рисками и налоговыми обязательствами. В общем, все эти действия направлены на то, чтобы богатые стали еще богаче. Несколько позже мы еще вернемся к общепринятому определению финансов и поставим его под сомнение. Словосочетание «хорошее общество» — это понятие, использовавшееся многими поколениями философов, историков и экономистов для описания такого общества, в котором все мы стремились бы жить. Под хорошим обществом обычно понимают эгалитаристское общество, все члены которого уважают и принимают во внимание потребности друг друга. Неудивительно, что на первый взгляд *финансы* (по крайней мере, в традиционном их понимании) *затрудняют* движение к *хорошему (правильному) обществу*.

Но не все так просто. Финансы ассоциируются не только с богатством. В нашем сознании они еще более тесно связаны с *капитализмом*. Начиная со времен промышленной революции, во многих, зачастую ожесточенных, дебатах интеллектуалы связывают хорошее общество с вопросами, имеющими непосредственное отношение к капитализму, такими как система рынков, частная собственность, правовые нормы и классовые от-

ношения. Во всем мире эти институты и результаты их деятельности во все большей степени определяют понятие современного общества. Наряду с демократией лишь немногие идеи получали столь же широкое распространение и вызвали столь же бурные дискуссии, как отождествление идеального государства и капитализма.

В центре непрекращающихся споров о капитализме и хорошем обществе — от резкой критики со стороны Карла Маркса в XIX столетии через энергичную защиту свободных рынков Милтоном Фридманом в XX в. — в большинстве случаев находился *промышленный капитализм*, то есть система производства, банковского обслуживания и торговли, сформировавшая современное общество ко времени окончания Второй мировой войны. Но в последние несколько десятилетий мы были свидетелями развития *финансового капитализма* — системы, в которой на передний план выходят финансы. Если в прошлом они были «служанкой» промышленности, то теперь они превращаются в движущую силу развития капитализма. На описание чисто экономических аспектов финансового капитализма ушло немало количество чернил. Часть из них пришлось и на мою долю. Достаточно упомянуть о моих научных трудах, посвященных волатильности рынков, или о книгах, таких как «Иррациональный оптимизм». Но разразившийся не так давно тяжелый финансовый кризис вызвал новые вопросы о состоянии не только отдельных частей системы, но и финансового капитализма в целом. Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф охарактеризовали его как «второе Великое сокращение», поскольку начавшийся в 2007 г. период ослабления национальных экономик по всему миру продолжился и в последующие годы, что стало зеркальным отражением Великого сокращения, сопровождавшего финансовый кризис 1929 г. Одним из его следствий стали все более частые и все более громкие высказывания, в которых отрицается ценность финансового капитализма самого по себе.

Учитывая полученный опыт, многие задаются вопросом: какую роль играют финансы в идеальном государстве? Возможно ли использование финансов как науки, как практики и как источника экономических инноваций для достижения целей хорошего общества? Какую роль могут сыграть финансы в распространении свободы, процветания, равенства и экономической безопасности? Как демократизировать финансы, чтобы они «работали» в интересах всех нас?

Что скрывается за фразой «эволюция финансового капитализма»?

Понятие «финансовый капитализм» приобрело довольно широкую популярность в 1930-е гг., после выхода в свет книги Джорджа Эдвардса «Эволюция финансового капитализма»¹, но совсем скоро оно начало приобретать отрицательную окраску. Предметом внимания Дж. Эдвардса была завеса тайны, окружавшая деятельность крупных финансов институтов во главе с Дж. П. Морганом. Неудивительно, что Дж. Эдвардс назвал практику поддержания секретности *Pax Morgana*. Во времена Великой депрессии критически настроенные мыслители, равно как и публика в целом, в значительной степени связывали тяжелое положение, в котором оказались США, с финансовой системой. Ее сравнивали едва ли не с современным феодализмом, когда места князей и баронов заняли финансисты.

Не так давно понятие «финансовый капитализм» получило вторую жизнь. И вновь его использовали, не скрывая враждебности к тому, что скрывается за этими словами. Президент Франции Николя Саркози заявил:

Чистый финансовый капитализм извратил логику капитализма. Финансовый капитализм — это система

1. Edwards (1938).

безответственности, и он... аморален. Он представляет собой систему, в которой все, что бы ни происходило, оправдывается логикой рынка².

Бывший премьер-министр Великобритании Тони Блэр, выступая с речью о начавшемся в 2007 г. кризисе, заметил:

Очевидно, что изменились сами основы финансовой системы, и она уже никогда не будет прежней. Нам необходимы решительные действия, направленные на преодоление последствий кризиса³.

Григорий Явлинский — один из авторов программы «500 дней» (1990 г.), представлявшей собой перечень действий, необходимых для перехода России к свободной рыночной экономике. Для того чтобы осуществить эту программу в 1990 г., он был назначен заместителем председателя Совета министров РСФСР. Но после начала кризиса даже Г. Явлинский начал высказывать сомнения в финансовой системе капитализма. В 2011 г. в своей книге *Realeconomik*, в разделе «Структурный сдвиг от промышленного к финансовому капитализму», он отмечает, что:

...фундаментальные структурные сдвиги непосредственно связаны с постепенным ослаблением моральных ограничений в развитых странах. Подобные структурные сдвиги являются следствием очень быстрого роста финансового сектора и непосредственно связанных с ним услуг⁴.

2. Из выступления Николя Саркози на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм», состоявшемся в Париже 8 января 2009 г.; <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/ouverture-du-colloque-nouveau-monde-nouveau-capitalisme>.

3. Из выступления Тони Блэра на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм», состоявшемся в Париже 8 января 2009 г.; <http://www.tonyblairoffice.org/speeches/entry/speech-by-tony-blair-at-the-new-world-new-capitalism-conference/>.

4. Yavlinsky (2011): 48.

Критики полностью правы в некоторых своих обвинениях. Однако я утверждаю, что обязательные изменения должны быть направлены не на ограничение инновационного потенциала финансового капитализма, но на его расширение. Осуждение финансового капитализма как «системы безответственности» ничего нам не даст. Расширение системы финансов, внесение изменений в эту систему и приведение ее в соответствие с требованиями времени будет означать резкий рывок вперед в направлении великих целей идеальных государств — к созданию в промышленно развитом и развивающемся мире процветающих свободных обществ.

Неотвратимое наступление финансового капитализма

Во время работы над книгой мы все еще продолжали «корчиться на колу» начавшегося в 2007 г. глубокого финансового кризиса. Многие продолжают возлагать вину за возникшие в последнее время в США и Европе проблемы, такие как ипотечное и долговое «похмелье», а также предшествовавшие ему правовые и регулятивные ошибки, исключительно на финансовый сектор. Но мы обязаны видеть за всеми этими «деревьями» картину «леса» в целом. Существенно более важными событиями мне представляются распространение и трансформация успешных финансовых идей. Рожденные в Амстердаме, Лондоне и Нью-Йорке, финансовые инновации получают дальнейшее развитие в Буэнос-Айресе, Дубае и Токио.

Начиная с 1978 г. по инициативе Дэн Сяопина в Китае строится социалистическая рыночная экономика. Все это время в ней развиваются передовые финансовые структуры, адаптирующие к условиям Китая наработки очень успешных китайскоговорящих городов, таких как Гонконг, Сингапур и Тайбэй. Экономическая либе-

рализация Индии, открывшая возможность более свободного применения современных финансов, началась в 1991 г., в период пребывания у власти премьер-министра П. В. Нарасимха Рао. Реформы осуществлялись под непосредственным руководством министра финансов страны Манмохана Сингха (впоследствии ставшего главой исполнительной власти), получившего экономическое образование в Наффилд-колледже Оксфордского университета. Проведенная в России в 1992–1994 гг. (в период, когда президентом был Борис Ельцин) система ваучерной приватизации была модификацией плана Г. Явлинского. Важнейшую роль в осуществлении сознательной и агрессивной стратегии, направленной на трансформацию экономики России, сыграл Анатолий Чубайс, занимавший в то время пост заместителя председателя правительства. Намерения реформаторов заключались не только в том, чтобы финансы играли в повседневной жизни русских людей такую же роль, какую они играют в остальном мире, но и в том, чтобы вывести Россию на первое место в мире по количеству акций компаний, находившихся в свободном обращении.

Очевидно, что быстрая интеграция сложных финансовых структур, первоначально разработанных в более развитых в экономическом отношении странах, неизбежно была связана с необходимостью преодоления значительных трудностей. В переходный период часть населения пребывала в гнев, протестуя против неравного распределения выгод, в то время как оппортунистам удалось быстро «сколотить» огромные капиталы. Но и Китай, и Индия, и Россия смогли воспользоваться плодами финансового усложнения экономики, добившись удивительно высоких темпов экономического роста. Согласно данным Международного валютного фонда (МВФ), в прошлом десятилетии, до начала мирового финансового кризиса, в развивающемся мире в целом, включая страны СНГ, Ближний Восток, Африку южнее Сахары и Латинскую Америку, годовые тем-

пы роста валового внутреннего продукта (ВВП) превышали 6%⁵.

Кроме того, для исполнения решений большого количества международных соглашений были созданы институты, использующие сложные финансовые инструменты во благо всего человечества. Основанный в 1944 г. Всемирный банк превратился сегодня в крупную Группу Всемирного банка. На дверях, ведущих в здания, в которых находятся штаб-квартиры пяти входящих в нее организаций (Вашингтон), мы видим таблички с одним и тем же девизом — «За мир, свободный от бедности». Всемирный банк был первым из множества действующих сегодня многосторонних банков развития (Африканский банк развития, Азиатский банк развития, Европейский банк реконструкции и развития, Группа Межамериканского банка развития и многие другие).

Современные финансовые институты широко распространились по всему миру. Более того, речь идет не только об акциях или облигациях как олицетворении финансовых рынков. Возможно, кому-то покажутся странными рассуждения о цене сельскохозяйственных сырьевых товаров в дискуссии о финансовых инструментах. Но фьючерсные цены, назначаемые на эту продукцию, ничем не отличаются от цен на рынках акций и облигаций. Рынки пшеницы и риса одновременно являются финансовыми площадками, в том смысле, что они предполагают осуществление схожих видов деятельности, основываются на использовании схожих инструментов и ничем не отличаются с точки зрения происходящих на них флуктуаций и их воздействия на экономику. То обстоятельство, что от цен на продукты питания зависят сами жизни многих бедняков из самых разных стран мира, лишний раз подчеркивает значение наших финансовых институтов и важность их правильного функционирования.

5. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/>, Figure 1.6 data, «Global Outlook».

Финансовый капитализм и марксистский коммунизм

Начиная с 1970-х гг. финансовый капитализм триумфально шествует по всему миру, включая бывшие марксистские коммунистические страны. Эта революция — одна из важнейших в мировой истории, поскольку она означает радикальный разрыв с прошлым.

Определяющим для коммунизма (в его современной форме) стал 1848 г., когда по различным городам Европы прокатилась волна восстаний. Народные бунты, движущей силой которых был рабочий класс, не имели эффективных вождей, и их никак нельзя было назвать коммунистическими по своей природе. Причиной восстаний была общая неудовлетворенность положением дел в обществе. Но они открыли возможность для распространения коммунистического движения.

Карл Маркс и Фридрих Энгельс придавали огромное значение этим событиям и в том же году при поддержке Союза коммунистов (первоначально это была христианская организация) опубликовали краткий «Коммунистический манифест» — радикальное и антихристианское произведение. Его авторы выступили адвокатами революционного насилия. В конечном итоге к Марксу и Энгельсу начали относиться как к людям, благодаря которым будет восполнен недостаток руководства, остро ощущавшийся в революциях 1848 г. Несмотря на короткую жизнь тогдашних революций, в «Коммунистическом манифесте» стали видеть голос множества людей, которые прежде вынуждены были хранить молчание.

Слово «коммунизм» происходит от старофранцузского *commun*, что значит «общий». Принадлежность обществу в целом является исходным центральным принципом этой системы убеждений — общественная собственность на капитал, на средства производства. В этой книге я отсылаю читателя к традиционной форме коммунизма, а не к социалистической рыночной эко-

номике, которая строится, например, под руководством коммунистической партии в современном Китае, допускающей и, более того, поощряющей частную собственность, принадлежащую членам общества.

Согласно «Капиталу» К. Маркса, установление общественной собственности на капитал позволяет разорвать порочный круг нищеты:

Капиталист не потому является капиталистом, что он управляет промышленным предприятием, — наоборот, он становится руководителем промышленности потому, что он капиталист. Высшая власть в промышленности становится атрибутом капитала, подобно тому как в феодальную эпоху высшая власть в военном деле и в суде была атрибутом земельной собственности... Капиталистическое отношение предполагает, что собственность на условия осуществления труда отделена от рабочих... Таким образом, процесс, создающий капиталистическое отношение, не может быть ничем иным, как процессом отделения рабочего от собственности на условия его труда, — процессом, который превращает, с одной стороны, общественные средства производства и жизненные средства в капитал, с другой стороны — непосредственных производителей в наемных рабочих⁶.

К. Маркс никогда не дает четкого ответа на вопрос, почему рабочие не имеют доступа к капиталу. Он в неявной форме исходит из того, что при капитализме цели общества устанавливаются не народом, а теми, кто находится на вершине социальной пирамиды, теми, кто располагает капиталом. Согласно так и не сформулированному К. Марксом в явном виде допущению, не располагающий необходимыми средствами рабочий никогда не сможет начать свое дело, получив банковский кредит или капитал от богатых инвесторов.

Однако в идеальной капиталистической системе те, у кого есть оригинальные деловые идеи, имеют возмож-

6. Marx (1906): Volume 1, Chapters 13 and 26, pp. 365, 785–786, 786.

ность (по крайней мере, в принципе) получить средства для их воплощения в жизнь. Наши капиталистические институты пока не в полной мере соответствуют этому идеалу, но долгосрочная историческая тенденция к демократизации финансов означает постепенное открытие финансовых возможностей для каждого. Мы должны надеяться, что она сохранится и в будущем.

Социальные барьеры действительно не позволяют некоторым людям реализовать свои таланты и получить соответствующую прибыль. Чтобы добраться до расположенного в городе банка и обратиться за капиталом, необходимым для начала собственного дела, неграмотному сельскому пареньку из отдаленной местности придется преодолеть множество трудностей. И этот барьер для доступа к капиталу вполне реален. Свидетельством его существования является огромный разброс в ставках процента, которые назначаются в разных регионах земщикам, относимым банками к различным категориям. Специалист по экономике развития Эстер Дюфло резюмирует: «Имеющиеся данные не дают ни малейших оснований утверждать, что кредитные рынки, по крайней мере, в развивающемся мире сколько-нибудь приблизились к идеальному состоянию, когда распределение богатства не имеет отношения к инвестициям»⁷.

Впрочем, с точки зрения финансового капитализма эта проблема не является фундаментальной. Скорее, это вопрос *демократизации, гуманизации и расширения пределов финансового капитализма*. Он сохранился бы и в построенном по «чертежам» К. Маркса новом обществе. Это социальная дилемма, которая может быть устранена с помощью изменений в нашей системе образования. И она уже изменяется по всему миру благодаря развитию общественного образования и коммуникаций⁸.

7. Dufflo (2011): 4.

8. Для того чтобы частично облегчить трудности, сегодня используются финансируемые государством субсидии, предназначенные для малого бизнеса. Осуществляются эксперименты с бо-

Финансовый капитализм вступает в пору зрелости

Мы, вне всякого сомнения, живем в эпоху финансового капитализма. Но это не повод для печали. Для того чтобы финансовые институты функционировали на благо общества, необходимо устанавливать рамки их деятельности и регулировать ее. При этом внутренняя логика развития этих институтов и мощь, которой они обладают, по-прежнему имеют определяющее значение. Финансовые институты и финансовые переменные являются таким же руководящим и направляющим принципом человеческой жизни, как восход и заход солнца, времена года и морские волны.

Более того, похоже, что никакой жизнеспособной альтернативы финансовому капитализму не существует. Мы никогда не слышали разговоров о *нефинансовом капитализме* как особой модели, хотя данное понятие могло бы использоваться для характеристики рыночной экономики с плохо развитыми финансовыми институтами, примеры которых мы сегодня видим в самых бедных регионах мира. Несмотря на нашу привычку и любовь к критике финансов, никто, пожалуй, не рассматривает подобные «бесфинансовые» альтернативы в качестве приемлемых моделей экономики будущего.

Задача финансового сектора и гражданского общества заключается в том, чтобы помочь постичь смысл и осознать более широкое социальное предназначение экономической системы. Учитывая всю кажущуюся абсурдной концентрацию богатства в системе, чрезвычайно высокую, вводящую во многих случаях в заблуждение сложность ее структур, и игр, в которые вынуждены играть (зачастую без всякого удовольствия и безрезультат-

лее ранним образованием для бедных слоев населения с использованием эффективных методов возвращения талантов. См. Heckman and Carneiro (2003).

но) люди, решение этой задачи равнозначно совершенному небольшому подвигу.

Дефиниции имеют значение. И поэтому определение финансового капитализма (правильное, конечно же) поможет нам разработать работоспособную теорию этой важнейшей силы современности. Необходимо установить набор норм, регламентирующих функционирование финансов и действия руководителей организаций в деловой сфере, в государственном секторе и в гражданском обществе, чтобы использовать новые, рождающиеся в сфере финансов разработки в интересах сильной процветающей экономики, обуздания возможных ее эксцессов и сглаживания ее колебаний. Кроме того, мы должны рассмотреть возможности использования финансов для удовлетворения потребностей экономик промышленно развитых и развивающихся стран.

К рабочей теории финансового капитализма

В самом широком смысле финансы — это наука об архитектуре цели, о структурировании экономических механизмов, необходимых для достижения комплекса целей, и ответственном управлении активами, используемыми для решения промежуточных и основной задач. Собственные цели могут ставить перед собой домашние хозяйства, малые предприятия, корпорации, гражданские институты, правительства и общество в целом. Точное определение параметров цели (ею может быть плата за обучение в колледже, комфортный выход на пенсию семейной пары, открытие ресторана, постройка нового здания больницы, создание системы социального обеспечения или путешествие на Луну) означает, что вовлеченным в процесс ее достижения сторонам потребуются правильные финансовые инструменты и, во многих случаях, экспертное руководство. В этом смысле финансы аналогичны инженерному искусству.

Многие упускают из виду один интересный факт, заключающийся в том, что само слово «финансы» в действительности происходит от классического латинского термина, использовавшегося для обозначения «цели». Из словаря мы узнаем, что его непосредственным предшественником было латинское слово *finis*, которое обычно переводится как *окончание* или *завершение*. По замечанию автора одного из словарей, происхождение «финансов» от *finis* обусловлено тем, что одним из аспектов первого является завершение или выплата долгов. Но нашим намерениям в большей степени подходит знание того, что даже в глубокой древности слово *finis* использовалось в значении «цель» (так же как в современном английском языке происходит со словом *end*).

Большинство людей определяют финансы более узко. Тем не менее финансирование любой деятельности действительно создает архитектуру достижения цели и предлагает ответственное руководство, направленное на защиту и сохранение активов, необходимых для осуществления планов и использования полученных результатов в дальнейшем.

Мы сами внутри себя устанавливаем цели, достижению которых служат финансы. Они отражают наши карьерные интересы, надежды наших семей, амбиции наших деловых предприятий, наши культурные устремления, а также идеалы нашего общества; но финансы ни внутри нас, ни сами по себе ничего не говорят о том, какими должны быть наши цели. Финансы не несут в себе никаких целей. Финансы не имеют отношения к «деланию денег» *per se*. Это «функциональная» наука, существующая для того, чтобы способствовать достижению других целей — целей общества. Чем выше степень соответствия финансовых институтов общества его целям и идеалам, тем более сильным и более успешным будет общество. Если в общественных механизмах случаются «поломки», финансы способны всей своей мощью противодействовать достижению целей общества,

как это и происходило в течение последнего десятилетия на рынке субстандартных ипотечных кредитов. Если же механизмы функционируют должным образом, перед обществом открывается уникальная возможность достижения все более и более высоких уровней экономического процветания.

В большинстве случаев достижение важных целей и ответственное управление активами, необходимыми для решения поставленных задач, требует сотрудничества многих и многих людей. Отсюда возникает необходимость обобществления ими информации. Необходимо гарантировать соответствие стимулов, движущих всеми и каждым. Представьте себе, как создается новая научная лаборатория, как осуществляется проектное финансирование медицинских исследований, как происходит строительство нового университета или новой системы городского метрополитена. Финансы обеспечивают структуру, необходимую этим и другим предприятиям и институтам общества. Если финансы обеспечивают достижение успеха для всех нас, они способствуют построению хорошего общества. Чем лучше мы поймем это, тем глубже мы осознаем необходимость непрерывных финансовых инноваций.

Чем «занимаются» финансы

Большинство экономистов и профессионалов в сфере финансов определяют и обсуждают финансы в более узком понимании, чем то, которое используется нами. Основная часть научных исследований сосредоточена на изучении краткосрочных стратегий и результатов, а также на связанной с ними проблеме управления рисками. В своей канонической форме академические финансы представляют собой науку о формировании оптимальных инвестиционных портфелей. Схожим образом и повседневная деятельность Уолл-стрит сосредоточена на высокоспециализированных видах деятельности.

Но это лишь небольшая часть того, во что действительно вовлечены финансы.

Существенную часть того, чем занимаются профессионалы в сфере финансов, составляет их участие в подготовке различных сделок (структурирование крупных и малых проектов, предприятий и систем) — деятельность, направленная на согласование изначально различных индивидуальных целей. На поверхности перед нами предстают такие элементы этих сделок, как различные финансовые соглашения, включая структурирование платежей, займов, поручительств, акций, стимулирующих опционов и стратегий. Подготовка сделок подразумевает заключение соглашений, которые будут мотивировать реальные действия реальных людей (во многих случаях очень больших групп людей). Для большинства из нас условием получения сколь угодно значительных долгосрочных ценностей является кооперация с другими людьми. Даже архетипической одинокой поэтической душе необходимо финансирование, без которого невозможны будут великие творения. Доход как условие физического существования, издатели, типографские работники, организаторы публичных чтений, строители залов для выступлений на публике — за всем этим скрывается финансовая архитектура.

Все стороны соглашения должны стремиться к достижению цели, выполнять порученные задания, принимать риски и верить, что все вовлеченные в него участники будут действительно продуктивно работать ради достижения общей цели и делать все то, что следует сделать с учетом лучших образцов. Финансы же предоставляют структуру стимулов, необходимую для приведения в соответствие этих видов деятельности и гарантий достижения целей.

Добавим, что финансы включают в себя открытие мира и его возможностей, что связывает их с информационными технологиями. О какой бы торговле ни шла речь, каждый ее акт предполагает открытие цены, то есть возможность узнать о рыночной стоимости предмета

торга. Это, в свою очередь, означает раскрытие человеческих ощущений и мотивов, а также возможностей, существующих у различных групп людей, что может способствовать постановке еще более амбициозных целей.

Финансы — это наука, структурирующая процессы достижения целей. Одновременно они представляют собой жизненно важную технологию. В этом своем качестве они на протяжении многих веков демонстрируют непрерывный прогресс: с древних времен ростовщичества до современных рынков ипотечных кредитов, а также правовых и регулятивных структур, необходимых для осуществления этих и будущих инноваций. Поступательное развитие финансов будет продолжаться. Выстроенная должным образом и устремленная в будущее конфигурация финансов способна стать мощнейшей силой, направленной на обеспечение благосостояния и удовлетворения потребностей растущего глобального населения и на достижение еще более великих целей хорошего общества.

Финансы соответствуют хорошему обществу

Решение проблемы, так волновавшей Маркса, состоит не в разрушении капиталистической системы, но в ее улучшении и демократизации, что предполагает усовершенствование средств, служащих достижению великих целей идеального государства. Это самый лучший ответ, который всегда и везде приводит радикалов в смятение.

Руководителям, размышляющим над будущим финансов, необходимо понять, что они способны помочь процветанию все большего спектра социальных классов, а соответствующие продукты могут облегчить людям использование финансов и более тесную интеграцию в экономику в целом.

Что касается первого пункта, то в финансовой теории отнюдь не предполагается, что контроль над ка-

питалом обязательно должен принадлежать нескольким «жирным котам». Достаточно упомянуть хотя бы о широком демократическом распространении страхования, ипотечных кредитов и пенсионного обеспечения (все они относятся к базисным финансовым инновациям). В прошлом веке эти продукты обеспечили процветание миллионов и миллионов людей. Дальнейшее совершенствование финансовых институтов и инструментов посредством крупных и мелких инноваций позволит обществу добиться расширения пределов этого процветания, обратив вспять тенденцию к усилению социального неравенства.

Относительно второго пункта заметим, что проектирование и построение финансовых институтов вокруг особенностей человеческого поведения облегчит адаптацию финансовых инноваций к жизни людей и позволит создать условия для более гладкого функционирования финансовой системы в целом. Это означает необходимость включения в финансовую команду психологов, а также принятие во внимание достижений происшедшей в последние несколько десятилетий революции в поведенческих финансах и поведенческой экономике⁹. Это означает, что мы должны сгладить острые углы нашей финансовой системы — те ее аспекты, которые способны создавать трудности в случаях, когда люди допускают ошибки. Это означает, что люди должны знать правду о заключаемых ими финансовых кон-

9. Живая история этой революции представлена на моем сайте, посвященном поведенческим финансам (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfiп/index.htm>). На странице содержится перечень семинаров, проводившихся начиная с 1991 г. Ричардом Талером и мною. На моем сайте, посвященной поведенческой микроэкономике (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/behmacro/index.htm>), — список семинаров, проводившихся начиная с 1994 г. Ричардом Акерлофом и мною. Тем, кто интересуется поведенческой экономикой, я рекомендую работы А. Шлейфера (Shleifer 2000), Г. Шифрина (Shefrin 2007), Р. Талера и К. Санстина (Thaler and Sunstein 2008).

трактах, а также о возможном ущербе от участия в них в будущем; подписывая подобные соглашения, человек должен отдавать себе полный отчет о собственных эмоциях и желаниях.

Экстраполируя тенденции, имевшие место в прошлом, мы получим возможность еще шире раздвинуть дальние рубежи финансового капитализма. Тем самым критика капитализма со стороны Маркса (фундаментальная основа его видения коммунизма) оказывается навсегда устаревшей. Условием достижения этой цели будет допущение определенного вмешательства государства. Но это вмешательство не должно отрицательно влиять на рыночные решения. В данном случае задача государства состоит в установлении четких правил игры, защищающих потребителей и благоприятствующих действиям, отвечающим общественным интересам, что позволит игрокам конкурировать в тех областях, в которых они обладают наиболее развитыми деловыми способностями и обеспечивают предоставление лучших товаров и услуг. Упомянутые выше правила должны будут иметь международное измерение, так как отличительные черты современных рынков — глобальный охват и мгновенные воздействия.

Возможности завтрашнего дня: финансовый капитализм в информационную эпоху

В 1995 г. в своей книге «Дорога в будущее» Билл Гейтс сделал несколько предсказаний о перспективах информационной эпохи, многие из которых так и не сбылись. Впрочем, по большей части это были его самые удивительные пророчества. Например, он предсказывал, что некоторые из нас получат возможность записывать на цифровые носители данные о всей своей жизни, осуществляя непрерывные видеозаписи и сохраняя свои видеобиографии для просмотра в будущем. Эта идея

призвана была будоражить мысль, но она пока далека от воплощения в реальность. При этом Гейтс не заметил множество других электронных достижений фундаментального характера, включая появление таких сайтов, как *eBay* (был основан в 1995 г., как раз в год выхода в свет книги), *Wikipedia*, *Facebook.com*, *LinkedIn.com*, *Zipcar.com*, *CouchSurfing.org* и миллионов других, действительно изменивших образ жизни многих и многих людей. Мы не имеем права судить Билла Гейтса за то, что он не смог предсказать эти и другие технические новинки. На такие пророчества не способен никто из смертных. Но наша задача заключается в том, чтобы проанализировать процесс создания подобных инноваций и ответить на вопрос: почему в определенных условиях вероятность их появления выше, чем в других? В этом и заключается реальный предмет финансов.

В «Дороге в будущее» Билл Гейтс ни словом не обмолвился о своем видении будущего капитализма или хорошего общества; он был всецело увлечен инженерными деталями. Все его предсказания касались различных технических диковинок. Впрочем, автор и не претендовал на то, чтобы заглянуть за самые дальние горизонты. Реальный вопрос звучит так: учитывая всю сложность и информационные связи современного общества, что способен сделать капитализм для создания хорошего общества? Какие малости, в совокупности с другими не самыми значительными вещами, обладают потенциалом, позволяющим усилить чувство удовлетворенности достигнутым многих и многих людей. Рассмотрим хотя бы такую «малость», как *Facebook*, сервис, позволяющий встретиться в Интернете старым друзьям (в списке предсказаний Билла Гейтса на 1995 г. она отсутствует). Является ли эта инновация важной с точки зрения создания идеального государства? Возможно, да, в том смысле, что она способствует формированию у людей ощущения полноты жизни.

Быстрое развитие информационных технологий в нынешнем столетии обещает множество других, во мно-

гих случаях пугающих изменений, когда машины быстро заменяют собой человеческий разум. Компьютерная программа *Soar* не только способна играть с людьми в различные игры, но и умеет самостоятельно осваивать различные их виды¹⁰. Программа *DeepQA*, разрабатываемая в корпорации *IBM* группой во главе с Дэвидом Феруччи, «обучена» распознавать человеческую речь и отвечать на вопросы, относящиеся к сфере общих знаний. Она прошла проверку, приняв участие в телевизионной викторине *Jeopardy* («Своя игра»), где одержала верх над двумя лучшими игроками-людьми¹¹.

Можно упасть духом, услышав об этих и подобных им инновациях. Мы все стремимся к развитию навыков, которые позволили бы конкурировать с наибольшей эффективностью, добиваясь успехов в нашем мире труда. И поэтому нет никакого смысла в развитии талантов, которые будут замещены машинами. К сожалению, точно предсказать, какие человеческие таланты будут востребованы более всего, едва ли возможно.

По мнению специалистов по экономике труда Фрэнка Леви и Ричарда Мернейна, высказываемому ими в книге «Новое разделение труда: как компьютеры создают новый рынок рабочих мест» (2005), компьютеры замещают людей только в тех случаях, когда необходимо решение рутинных задач. Однако они не справляются с задачами, для решения которых необходимо то, что авторы называют «экспертным мышлением» или «комплексными коммуникациями». В действительности компьютеры *создают* рабочие места, требующие применения этих человеческих талантов, а не замещают собой людей¹².

Отличительными чертами экспертного мышления являются такие качества, как широта, использование

10. Laird (2009).

11. <http://www.research.ibm.com/deepqa/deepqa.shtml>.

12. Levy and Murnane (2005).

различных источников информации и способность анализировать ее под различными углами зрения. Человека, мыслящего как эксперт, интересует не только новая и текущая информация, но и давно известная и даже забытая. В качестве примера Леви и Мернейн рассматривают деятельность автомеханика. Ему известны процедуры компьютеризированной диагностики, проведения которой требуют современные производители автомобилей. Он знает, где продаются самые дешевые запасные части. Автомеханик осведомлен о потребностях различных групп потребителей. К тому же он способен уже во время поездки на автомобиле определить, что необходимо исправить.

«Комплексными коммуникациями» Леви и Мернейн называют сочетание межличностных навыков и способность к пониманию сложных ситуаций. В качестве примера авторы предлагают вспомнить адвоката, не только прекрасно ориентирующегося в лабиринтах законов, но и правильно понимающего, что на самом деле отвечает интересам клиента, учитывая ситуацию, в которой находится подзащитный. Более того, юрист способен убедительно донести это свое знание до клиента.

Невозможно предсказать, какие именно широкие профессиональные категории выживут в условиях наступления все более сложных информационных технологий. Не вызывает сомнений, что каждая крупная их группа по роду занятий будет включать в себя виды работ, исполнение которых требует и экспертного мышления, и осуществления комплексных коммуникаций. Однако, в соответствии с расширительным толкованием, финансы представляют собой область, в которой такие виды должностей весьма распространены. Следовательно, они не только выживут, но и, скорее всего, их количество еще более увеличится. Работа, требующая финансовых знаний, в чем-то схожа с работой автомехаников и юристов. Занимающим их людям необходимо знать технические особенности финансовой инженерии так же хорошо, как автомеханик знает механическую

инженерию, и уметь не только применять свои знания, но и сопереживать человеческим проблемам. Им необходимо будет понимание всей сложности финансовых институтов (и определяющей их правовой структуры), а также способность доносить свои знания до клиентов.

Этот процесс определяет историю финансовых инноваций на протяжении многих поколений. В 1840-х гг. на улицах Нью-Йорка можно было увидеть множество сновавших мальчишек, разносивших по различным «окошкам» внутри банков чеки, счета и другие кредитно-денежные инструменты и получавших в обмен на них золото и банкноты. После 1853 г. мальчишки исчезли с улиц, так как в том году была учреждена Нью-Йоркская клиринговая палата. Почти сразу ее участниками стали 54 банка. Это была важнейшая инновация в информационных технологиях, несмотря на то что она, возможно, не соответствует современному их пониманию, так как новый способ обмена данными не предусматривал использования электронных устройств. Ежедневно в 10 часов утра представители всех крупнейших банков собирались в зале палаты на своих местах за расставленными в круг столами. В соответствии с процедурой, сопровождавшие представителей клерки поднимались из-за стола и начинали обходить по кругу остальные 53 стола, передавая предназначенные другим банкам пакеты документов, по одному для каждого из участников палаты, и забирая пакеты для своего банка. Этот процесс занимал не более 6 минут. Все возникавшие в расчетах между банками дисбалансы суммировались и погашались золотом или банкнотами, но не самими банками, а через Нью-Йоркскую клиринговую палату. Необходимость доставки документов и наличных из банка в банк исчезла. Но финансы сами по себе никуда не делись¹³.

С появлением компьютеров в технологии клиринга произошли еще более заметные изменения. Безуслов-

13. Gilpin and Wallace (1905).

но, вскоре откроется доступ к системам искусственно-го интеллекта, созданным по образу и подобию *DeepQA*, способным отвечать на вопросы о финансах примерно так же, как сегодня они отвечают на вопросы в викторине *Jeopardy*. Современные технологические достижения подталкивают нас к мысли о том, что в будущем в сфере финансов количество занимаемых людьми рабочих мест значительно сократится. Однако в самом ближайшем будущем компьютеры не смогут ни консультировать людей относительно того, что им делать с портфелями ценных бумаг, ни участвовать в сделках компаний, ни оценивать исследовательские проекты, осуществляемые факультетами университетов. В общем, они не способны заменить человека на множестве самых разных рабочих мест. В центре финансовой деятельности по-прежнему находятся задачи, связанные с достижением поставленных людьми целей. В большинстве случаев машины пока не способны справиться с ними.

В этой книге будет показано, что демократизация финансов влечет за собой развитие как механизмов взаимодействия между людьми (например, касающихся консультирования по финансовым и правовым вопросам и финансового образования), так и функционирующих совместно с ними технологий, что открывает перед каждым человеком возможность разумного участия в финансовой системе.

Финансовая деятельность в экономике

В процессе финансовой деятельности потребляется огромное и непрерывно возрастающее количество времени и других ресурсов. В 2010 г. на долю бизнеса финансовых корпораций пришлось 9,1% ВВП США, что отражает долгосрочную тенденцию к ее повышению. Для сравнения, в 1948 г. этот показатель составлял всего 2,3% ВВП

США¹⁴. Более того, эти данные не включают в себя многие очень тесно связанные с финансами виды деятельности, например страхование¹⁵. Безусловно, развитие информационных технологий не привело к сокращению или ограничению рабочих мест в финансовой сфере.

По мнению некоторых критически настроенных обозревателей, доля финансовой сферы в экономике в целом сегодня слишком высокая, поэтому тенденция к ее увеличению не может не вызывать тревогу. И здесь возникает сразу несколько вопросов. Откуда мы знаем, что этот показатель действительно слишком высок? Не обусловлена ли рассматриваемая нами тенденция потребностями развивающейся экономики? Какими стандартами мы должны руководствоваться? Траты граждан США на посещение ресторанов (3,7% ВВП) на 40% превышают расходы в секторе корпоративных финансов¹⁶. Не слишком ли расточительны американцы, ведь они могли бы питаться дома?

Не вызывает сомнений, что по крайней мере часть профессионалов в сфере финансов занята производи-

-
14. U.S. National Income and Product Accounts, Table 1.14, «Gross Value Added of Domestic Corporate Business», <http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp? Selected=Y>. Из этих данных исключены многие связанные с финансами виды деятельности, не входящие непосредственно в бизнес финансовых корпораций.
 15. По данным американского Бюро трудовой статистики, в сфере финансов и страхования (виды деятельности, связанные с кредитным посредничеством, плюс другие инвестиционные пулы и фонды, страховые агентства и брокерские услуги, другие виды деятельности, связанные со страхованием, а также фонды по страхованию и предоставлению льгот работникам) было занято 20,3% населения США. National Employment Matrix, <http://www.bls.gov/data/#employment>.
 16. В 2009 г. объем продаж в сфере общественного питания составил 528 миллиардов долларов, или 3,7% ВВП. National Income and Product Account Table 2.4.5, «Personal Consumption Expenditures by Type of Product», <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp? SelectedTable=70&Freq=Year&FirstYear=2009&LastYear=2010>.

тельной деятельностью: значительное их количество специализируется на оценках деловых предприятий различных типов; в зависимости от перспектив того или иного начинания и осуществляется распределение имеющихся ресурсов. Гораздо менее производительными выглядят другие виды финансовой деятельности, вроде попыток предугадать психологию рынка, высокочастотного трейдинга или рекламы сомнительных финансовых продуктов.

Арджун Джейадев и Сэмюэль Боулс подсчитали, что в 2002 г. в сфере предоставления охранных услуг в той или иной форме (контролеры, охранники, военные) было занято 19,7% рабочей силы США¹⁷. На первый взгляд, данные о том, что большая часть наших граждан получают плату за то, что они охраняют имущество и владения всех американцев, должны вызывать куда большую тревогу, чем сведения о доле населения, участвующего в значительно более производительной финансовой деятельности. Но эта статистика оставляет равнодушными большинство граждан.

Финансовый капитализм и проблема финансовых инноваций

Финансовый капитализм призван служить хорошему обществу. Однако мы не способны простыми словами выразить, в чем должно заключаться это служение. Финан-

17. А. Джейадев и С. Боулс приводят и международные оценки, включающие сотрудников полиции и частных охранных предприятий (по мнению авторов, во многих странах отсутствуют надежные данные по этому вопросу) (Jayadev and Bowles 2006). США находятся достаточно высоко в рейтинге, составленном по такому показателю, как доля занятых в сфере охраны в общей численности населения. Но даже в тех государствах, которые находятся «на дне» рейтинга (например, Скандинавские страны), занятость в сфере охраны достигает примерно половины американского показателя.

совый капитализм — это широчайшая область то и дело пересекающихся друг с другом институтов, инструментов и рынков, каждый элемент которой не только представляет собой результат эволюционного процесса изобретений, мало отличающегося от процессов, используемых в производстве наших автомобилей и самолетов, но продолжает поступательно развиваться.

Феномен *финансовых инноваций* пока не получил должного признания. Согласно данным, полученным с помощью сервиса *Google Ngrams*, это понятие начинает использоваться только в конце 1970-х гг. Как представляется, впервые оно было использовано в отношении появившихся как раз в то время и вызвавших полемику рынков финансовых фьючерсов. Совсем скоро патентные бюро стали принимать заявки на финансовые инновации. Например, в 1982 г. Патентное ведомство США выдало организации, которая сегодня известна как *Merrill Lynch*, патент № 4346442 на ее счет управления наличностью (СМА).

Это событие ознаменовало собой поворотный пункт в истории финансов. Почему в прошлом патентные власти не рассматривали возможность выдачи соответствующих свидетельств на финансовые методы? Ответ на этот вопрос, вероятно, мы можем найти в решении Федерального суда по второму округу по делу «Компания *Hotel Security Checking* против компании *Lorraine*», в котором была сформулирована «доктрина об исключении методов ведения хозяйственной деятельности», сохранявшая силу вплоть до принятия решения о счете управления наличностью *Merrill Lynch*. Согласно принятому в 1908 г. решению суда, все методы хозяйствования, независимо от того, были ли они оригинальными или нет, объявлялись в равной степени непатентуемыми¹⁸. В судебном постановлении особо подчеркивалось, что в методе обнаружения мошенничества в бухгал-

18. *The Federal Reporter: With Key-Number Annotations...*, Volume 160, p. 467.

терском учете, претендовавшем на получение патента, предполагалось использование только бумаги, чернил и делового здравого смысла. Исходя из формулировки, мы можем предположить, что суд хотел бы увидеть конкретные доказательства существования инновации, проявлявшиеся бы в «использовании материальных средств»¹⁹. Таким образом, чтобы дожидаться финансовых патентов, необходимо было дожить до того времени, когда финансовые инновации стали осуществляться с помощью компьютерного оборудования, как в случае с полученным *Merrill Lynch* в 1982 г. патентом; здесь в качестве материальных средств (во всяком случае, по меркам 1908 г.) могло рассматриваться использование компьютерного программирования для оказания финансовых услуг.

Проблема с получением патентов на финансовые инновации обусловлена тем, что они взаимодействуют с экономикой в целом; нередко последствия их применения (включая победителей и проигравших) становятся очевидными только годы спустя. В отличие от изобретателя устройства, претендующего на патентную защиту, соискатель финансового патента не способен доказать эффективность своего изобретения. Поскольку финансовые инновации играют на человеческих слабостях, на надеждах, обещаниях, на жизни людей, по сравнению с инженерной интеллектуальной собственностью, соответствующие патенты изначально воспринимаются как гораздо более сомнительные «достижения». Большинство финансовых патентов, внедрение которых не требует использования сложной компьютерной техники и программ, в случае необходимых письменных подтверждений должны были бы восприниматься как методы с длительной историей предшествовавшего развития, применявшиеся в элементарных формах. И действительно, общая реакция на многие финансовые па-

19. Ibid., p. 472.

тенты (включая первое полученное *Merrill Lynch* в 1982 г. свидетельство на счет управления наличностью) заключалось в указании на отсутствие оригинальности (обязательное условие для получения патента на изобретение материального устройства).

Тем не менее процесс финансовых инноваций сохраняет всю свою важность даже с учетом того, что теперь он осуществляется по большей части на корпоративном и общественном уровне, а не в лаборатории изобретателя-одиночки, полагающегося исключительно на свои собственные творческие возможности. Описывая финансы и связанные с ними процессы, мы пытаемся удержать в прицеле движущуюся мишень. Руководители должны понимать, что финансовые инновации представляют собой беспорядочный, время от времени разрушительный процесс. Содержащиеся в этой книге описания финансовых продуктов и институтов будут перемежаться описаниями возможных направлений будущих инноваций и изменений.

О чем пойдет речь далее?

В этой книге разрабатывается теория финансового капитализма, призванная оказать помощь в определении направления бурной дискуссии о финансах и хорошем обществе. В части I описываются реалии финансового капитализма, его современное и будущие состояния. Мы рассматриваем роли и сферы ответственности людей, занятых в сфере финансов: от инвестиционных банкиров до юристов, регуляторов и преподавателей. Мы исследуем различные части «тела» финансового капитализма, его органы, совместное функционирование которых означает существование «живой» экономической целостности, органы, принимающие форму групп людей, объединяющихся друг с другом в различных организациях и имеющих специфические традиции и способы выполнения операций.

В настоящее время имеет место печальная тенденция, связанная с абстрактными рассуждениями о финансовой системе, которые ведутся в таком ключе, как если бы она ограничивалась исключительно акциями и облигациями либо целиком и полностью описывалась математическими уравнениями. В действительности движущими силами финансового капитализма являются мужчины и женщины из плоти и крови, исполняющие определенные роли в обществе. Внутренне присущие исполняемым ролям цели превращаются в личные цели людей, а ассоциирующиеся с ролями сферы ответственности — в личные сферы ответственности. Для каждой такой роли существуют собственные этический кодекс и правила профессионального поведения. Их выполнение зависит от исполнителей, то есть от «назначенных на роли» конкретных людей. В части I мы рассмотрим широкий спектр таких ролей, что позволит нам нарисовать широкую картину реального функционирования финансового капитализма. В процессе их обсуждения мы рассмотрим возможные улучшения в «списке действующих лиц», происходящие в нем под влиянием финансовых инноваций изменения, а также перспективы повышения эффективности деятельности исполнителей.

Проявляемая сегодня публикой враждебность к финансовому капитализму во многих случаях принимает форму раздражения в отношении людей, исполняющих упомянутые выше роли. Важная миссия части I заключается в том, чтобы, приняв во внимание эту публичную враждебность, на основе движения от роли к роли попытаться понять, почему отдельные исполняемые в финансовой системе роли настолько противоречивы.

В части II предпринимается попытка взглянуть на финансовую систему более критически, чем ее рассматривают люди, описанные в части I, что позволяет предложить несколько идей о возможности ее поступательного развития в будущем. Мы проанализируем некоторые из ее сильных сторон и стимулов, а также ее сбои и связанные с системой тревоги, что, вне всякого

сомнения, имеет большое значение для любой дискуссии о роли финансов в хорошем обществе. Финансовая система в значительной степени принадлежит к финансовой теории, своеобразная красота которой способна вдохновлять умы, но ей, по крайней мере, в наши дни присущи и черты уродства. Происходящие время от времени финансовые кризисы составляют лишь часть истории. Уродства провоцируют некоторых к отрицанию понятия финансового капитализма в целом. Но это глупо, так как ценой отрицания становится утрата способности к достижению некоторых наших самых желанных целей.

История экономического развития, благодаря которому мы пришли к нынешнему состоянию процветания и просвещенности, представляет собой историю множества технических изменений в нашей финансовой системе, а также инноваций, вдохновлявшихся финансовой теорией и одновременно базировавшихся на реалистических оценках человеческой природы. В этой части книги мы предаемся экстраполяциям исторических тенденций, следствием которых стали постоянно улучшающиеся финансовые системы; здесь же предлагается ряд конкретных идей о развитии системы в ближайшие десятилетия.

В эпилоге я делюсь с читателями мыслями о центрах силы в сфере финансов, об отрицательном отношении к концентрации мощи в финансовом мире и о том, как ею можно было бы управлять в условиях финансовой демократии, примилив ее с базовыми человеческими ценностями.

Часть I
*Сфера финансов:
роли и обязанности*

СОГЛАСНО одной старой поговорке, если проблемой социализма является социализм, то проблема капитализма заключается в капиталистах. И может показаться, что заголовки газет последнего десятилетия, героями которых становились и руководители таких компаний, как *Enron* и *Satyam*, и личности, подобные Бернарду Мейдофу, подтверждают идею о том, что проблема финансового капитализма действительно заключается в финансовых капиталистах. В то же время построение хорошего общества зависит от «здоровья» и устойчивости сектора финансов, включая людей, исполняющих роли, обеспечивающие функционирование этой сферы, в свою очередь способствующей функционированию экономики в целом. Если мы рассматриваем финансы как науку об архитектуре целей, то те, кто трудятся в этой сфере, являются архитекторами, структурирующими цели и управляющими рисками малых предприятий, семей, школьных систем, городов, корпораций и всех остальных жизненно важных институтов государства. Если финансы (при правильном их понимании в хорошем обществе) представляют собой ответственное управление активами общества, то занятым в этой сфере людям поручено управлять ими и прумножать их.

В этой части книги мы рассмотрим весь спектр ролей, исполняемых профессионалами в сфере финансов, от руководителей компаний до бухгалтеров и филантропов. Идея состоит отнюдь не в том, чтобы произвести «биопсию» этих ролей на предмет выявления

разнообразных изъянов. Скорее, мы хотим добраться до самой сути их ценности, понять, в чем состоят функции исполнителей. Мы попытаемся оценить значение таких факторов, как денежное вознаграждение, репутационные эффекты и кодексы поведения, с точки зрения создания образцовых профессиональных практик. Мы предложим прогноз наиболее вероятного изменения финансовых ролей в будущем. И наконец, мы попытаемся ответить на вопрос, почему значительная часть общества, как представляется, не слишком высоко ценит эти роли и почему публика во многих случаях враждебно относится к их исполнителям. Об Уолл-стрит в целом любят рассуждать и ее критики, и ее апологеты. Но до настоящего времени попросту не существовало ясного и лаконичного описания ролей, исполнение которых делает возможным функционирование финансовой сферы, и отношений между ними. Однако любое обсуждение будущего финансов и их связи с целями хорошего общества предполагает правильное понимание этих ролей. С попытки приблизиться к такому пониманию мы и начинаем.

ГЛАВА 1

Главный исполнительный директор (СЕО)

ГЛАВНЫЙ исполнительный директор компании (СЕО) занимает совершенно особую позицию, поскольку он (она) символизирует идею — стержневую идею деятельности организации, образ мышления, определяющий труд всех ее сотрудников, а также культуру, включающую в себя корпоративные ценности, связывающие компанию с обществом.

Генеральный директор ответствен за формулирование краткосрочных целей, способствующих воплощению идеи всей организации. Он олицетворяет собой предназначение компании. Ответственность за это в значительной степени должна возлагаться на индивида, а не на комитет равных, подобно тому как задачу по написанию романа в большинстве случаев берет на себя самостоятельная личность. В человеческом обществе имеют место естественные тенденции, заключающиеся в способности к координации деятельности человеческих групп, направленной на выполнение рутинных задач; эти группы, по-видимому, формируются естественным образом, но они подвержены конфликтам и отклонениям от заданного курса, поскольку их члены могут стремиться к достижению индивидуальных целей. Для координации деятельности крупных групп людей мы все еще нуждаемся в префронтальной коре головного мозга отдельной личности (что не мешает ей трудиться). Лишенные руководства крупные группы людей не способны к целенаправленной деятельности, к действиям, направленным на решение стратегических задач.

Преимственность руководства

Преимственность в руководстве — одна из фундаментальных проблем корпорации. Если повезет, компании могут жить и процветать в течение столетий, чего нельзя сказать об их руководителях — ведь они рекрутируются из простых смертных.

Долговечность — сущность корпорации. Для успешных корпораций не устанавливаются ни дата прекращения деятельности, ни «срок годности». Не существует никаких ограничений на длительность их существования. И поэтому наследование поста исполнительного директора корпорации сродни престолонаследию в империи. Наследник подхватывает флаг, выпавший из рук предшественника, переосмысливает положение и продолжает дело. Отличие только одно: руководители компании не имеют права расслабляться и вести королевский образ жизни. Их удел — тяжкий повседневный труд.

Как правило, исполнительный директор возглавляет организацию в течение нескольких лет. За это время он должен поставить цели перед компанией, которая живет гораздо дольше, чем руководитель пребывает в своей должности. Следовательно, необходима эффективная система вознаграждения, стимулирующая исполнительного директора к сосредоточению на долгосрочных проблемах. И эта проблема действительно имеет финансовые решения.

Эго руководителя и его личные интересы отнюдь не обязательно совпадают с долгосрочными задачами фирмы. Компаниям необходимо будет найти способы, позволяющие руководителям сосредоточиться на исполнении служебных обязанностей, особенно принимая во внимание тот факт, что значительную часть времени им приходится уделять решению рутинных задач, ценность которых едва ли понятна посторонним. Корпорация нуждается в таком лидере, который будет

вдохновенно отлаживать организационный механизм, улавливать тенденции и вовремя подмечать перемены так, чтобы компания уверенно смотрела в будущее. У настоящего лидера на первом месте должны быть интересы организации, а свои собственные потребности и желания — на втором.

Естественным образом удовлетворение эго руководителя происходит в том случае, если он был *основателем* компании. Первое место в любом непрерывном ряду сопровождается наивысшей степенью удовлетворения человеческого эго. Руководитель — учредитель компании занимает важнейшее место в ее истории. Если компании удастся выжить и выйти на траекторию развития, ее основатель может превратиться в легендарную фигуру для всех последующих поколений работников. Через десятки и сотни лет создатель компании и ее первый руководитель остаются в памяти сотрудников как почти мифическая фигура.

Антропологи отмечают, что одной из человеческих универсалий является миф о сотворении — известная каждому история о происхождении данного общества¹. Гуманизация такого мифа в большинстве случаев происходит посредством обращения к личности, к идентичности вождя. Основатель и первый руководитель считается частью мифа о сотворении компании. Он знает об этом и инстинктивно стремится к сохранению легендарного статуса, проживая новую версию одной и той же древней истории. Но так обстоит дело только с *первым по счету* исполнительным директором.

За системой преемственности руководителей организации скрывается финансовая структура, которая и делает возможной их службу по найму. С технической точки зрения исполнительный директор современной корпорации — простой наемный работник, действующий во исполнение воли совета директоров. Условия его службы определяются финансовым контрактом,

1. Long (1983).

в котором оговаривается денежное вознаграждение в зависимости от результатов деятельности компании и курса ее акций. Мотивация руководителя зависит от конкретной финансовой структуры, от финансового изобретения.

Несмотря на то что в наши дни руководитель компании в большинстве случаев не является ее основателем, от него все так же ожидают демонстрации провидческих способностей. Современная корпорация обязана перестраиваться вновь и вновь в ответ на новую информацию и изменения рыночного спроса.

Успех в перестройке компании находит отражение в финансовых ценах. При успешном руководителе цены акций компании устремляются вверх. Неудачи ее генерального директора ведут к падению цен. Вышние менеджеры пристально наблюдают за динамикой цен на акции компании, как за ежеминутно обновляемым «табелем успеваемости», непрерывно выставляемыми оценками за те или иные действия. Когнитивный центр компании воспринимает цены акций как своего рода подкрепляющий сигнал; здесь прослеживается аналогия с системой подкрепления, поощрения аппарата принятия решений человеческого мозга (далее мы еще вернемся к этой теме). Система подкрепления (вознаграждения) корпорации, как и в случае с мозгом человека, несовершенна, но чрезвычайно важна.

Финансовые договоренности с типичным руководителем компании тщательно разрабатываются таким образом, чтобы стимулировать индивида к пребыванию в должности в течение достаточно длительного времени, причем всем остальным должно быть очевидно, кто руководит компанией.

Одним из методов согласования системы стимулов, которыми руководствуется исполнительный директор, с интересами организации является предоставление ему акций или опционов на приобретение акций собственной компании. Но руководитель будет считать возмож-

ность приобретения акций компании по особой цене важной для себя лично только в том случае, если их рыночные цены находятся на высоком уровне. И поэтому предоставление опционов исполнительному директору стимулирует его к действиям, направленным на повышение цены акций компании.

В отличие от заключаемого на определенный период контракта исполнительного директора, владение пакетом акций не ограничено во времени. Если мы исходим из того, что рыночная цена акций компании является индикатором *долгосрочной* стоимости, то ее изменение можно рассматривать как показатель вклада руководителя в долгосрочную стоимость компании. Но сигналы о цене акций считаются положительным подкреплением только в том случае, если речь идет о хороших новостях. Цена акций в большей степени зависит от актуальных новостей, а не от достигнутых в прошлом успехов. Таким образом, исполнительный директор заинтересован в том, чтобы выступать перед внимающими ему инвесторами как глашатай хороших новостей о долгосрочном потенциале компании — новостей о перспективах, но поступающих сегодня, *прямо сейчас*. Следовательно, он обязан предвидеть положение компании не только в период своего пребывания в должности, но и в довольно туманном будущем.

Стимулирование опционами на акции компании может оказаться гораздо лучшим решением, чем премирование руководителя за получение высоких прибылей. Последняя система побуждает исполнительного директора к тому, чтобы заняться «дойкой» компании в ближайшей перспективе, не обращая внимания на долгосрочные проблемы. В результате его преемник может оказаться в катастрофической ситуации. С другой стороны, стимулы, связанные с ценами акций, поощряют руководителя направлять компанию к использованию возможностей, способных повысить ее *долгосрочную* стоимость.

Установление уровня вознаграждения

В последнее время вопросы оплаты труда и премирования руководителей компании находятся в центре оживленной дискуссии, в которой высказываются самые разные, во многих случаях новые, точки зрения. Это вызвано необычайно высокими уровнями денежного вознаграждения менеджеров, которых оно достигло в последние десятилетия, прежде всего в США. Чувства гнева и обиды у людей, узнающих о размерах доходов руководителей компаний, во многом объясняют враждебность публики по отношению к финансовому капитализму в целом.

Но в некоторых случаях высокий уровень денежного вознаграждения руководителя легко объясним. Рассмотрим пример человека, который был очень успешным генеральным директором «Корпорации А». Ему удалось удержать компанию от падения в пропасть и через некоторое время привести ее к успеху. За это время ему пришлось решать множество не слишком приятных задач, таких как увольнение ключевых сотрудников, участие в баталиях по поводу политики заработной платы против хорошо укрепившегося противника внутри организации, закрытие ряда производств. При этом генеральный директор настолько умело проводил свою политическую линию, что ему удалось избежать проявлений недовольства со стороны оставшихся в компании сотрудников. Более того, менеджер мотивировал подчиненных к усилиям, благодаря которым компания вышла на новый уровень. Исполнительный директор был щедро вознагражден за свой труд, и сейчас он руководит хорошо управляемой успешной компанией. Он доволен судьбой и, возможно, подумывает о досрочной отставке.

Перейдем к «Корпорации Б». По мнению членов совета директоров, в компании должны быть предприняты столь же решительные действия. Вполне вероятно, что они обратятся к нашему менеджеру с предложени-

ем оставить «Корпорацию А» и возглавить «Корпорацию Б». Конечно, совет директоров мог бы обратиться к менеджеру, обладающему сравнимым опытом, но это будет другая личность, у нее будут другие оценки. А совет директоров хотел бы получить именно его.

Вполне возможно, наш руководитель ответит, что он «досыта наелся» увольнениями, дразгами и внутренней борьбой. К тому же он просто не знает, как потратить уже заработанные деньги. Нет, он не желает вновь проходить через эти круги ада.

И поэтому совет директоров «Корпорации Б», вероятно, предложит менеджеру действительно привлекательный компенсационный пакет, который может включать в себя, например, опционы на приобретение акций компании, потенциальная стоимость которых достигает 30–50 миллионов долларов (если исполнительный директор вновь добьется успеха). По сравнению с доходами крупной компании это не такая уж большая сумма. Ради исполнения возложенных на него обязанностей по управлению компанией, денежная выручка которой составляет миллиарды долларов, «усердный» совет директоров может прийти к заключению, что высококвалифицированный опытный руководитель стоит того.

Второе или третье по счету спасение компаний, оказавшихся в трудном положении, которые следуют вскоре после недавно совершенного аналогичного «подвига», выглядят уже не так впечатляюще. Но для менеджера, справившегося с такими сложными задачами, они будут лучшими рекомендациями. За некоторыми исключениями, руководители компаний, даже тех, которые входят в список *Fortune 500*, не пользуются особой любовью публики или широкой известностью. Вот почему высокое денежное вознаграждение — самый лучший способ привлечь высококвалифицированных кандидатов на пост главы компании.

Часто замечают, что в прошлые десятилетия, когда жалование руководителей было гораздо более низким,

компаниям как-то удавалось находить людей, готовых возглавить их деятельность. Джордж Ромни, отец Митта Ромни, руководивший в 1954–1962 гг. корпорацией *American Motors*, отказался от огромных премиальных². В 1978 г. Ли Якокка, возглавивший *Chrysler*, чтобы спасти компанию от банкротства, получил заработную плату в размере одного доллара³. Это прекрасные примеры, но они отнюдь не означают, что компании всегда имеют возможность задешево нанимать на работу необходимых им руководителей. Дж. Ромни и Л. Якокка были исключениями из общего правила: каждый из них был публичной персоной с превосходной репутацией. Для них такого рода символические жесты были особенно важными. Впоследствии Дж. Ромни стал губернатором Мичигана, а Ли Якокка написал три бестселлера о своей философии бизнеса. В разное время оба они, как казалось многим, готовы были вступить в борьбу за выдвижение в кандидаты в президенты США⁴.

Происходивший в последние десятилетия рост оплаты труда высших менеджеров компаний отчасти можно объяснить поступательным развитием нашей капиталистической системы, пришедшей к признанию важнейшей роли квалифицированного руководства и необходимости отказа от традиций произвольного назначения платы за труд.

Исходя из этого, в опубликованном в 2009 г. докладе участники «Группы озера Сквэм» (внепартийная, неаффилированная группа из 15 ученых, предлагающая консультации по вопросам финансового регулирования, одним из членов которой являюсь и я) высказали мнение, что государство не должно регулировать уро-

2. «Romneys Reported \$3 Million Income from 1955 to 1966», *New York Times*, November 26, 1967, p. 46.

3. Иасосса (1984).

4. Впоследствии Якокка утверждал, что он «пошутил», проявив на встрече с журналистами интерес к участию в президентской гонке (*Ibid.*, p. 291).

вень денежного вознаграждения руководителей компаний. Некоторые исполнительные директора представляли (и всегда будут представляют) огромную ценность для своих компаний. С другой стороны, члены группы придерживаются мнения о необходимости регулирования *структуры* оплаты труда руководителей компаний⁵.

Моральный риск и отсроченное денежное вознаграждение

Действительно важная причина для вмешательства государства в процесс определения заработной платы руководителей компаний заключается в необходимости смягчения специфического морального риска, который, как представляется, сыграл существенную роль в начале финансового кризиса 2007 г. Это справедливо, по крайней мере, в отношении крупных и так называемых системообразующих фирм. Возникновение этого морального риска связано со стимулами, побуждающими руководителей и других высших должностных лиц ключевых фирм к принятию организациями экстраординарно высоких рисков. Они уверены, что их компании слишком большие, чтобы государство позволило им рухнуть. Поскольку крах таких компаний будет иметь в высшей степени разрушительные последствия для экономики в целом, менеджмент уверен, что государство никогда его не допустит.

Подобный образ мышления означает, что руководители компаний могут не слишком заботиться о рисках, связанных с усиливающимся международным финансовым кризисом. С другой стороны, они, возможно, более всего заинтересованы в игре, в которой вероятность значительного увеличения цены акций компании составляет 50%, что позволило бы им собрать богатый урожай

5. French et al. (2009).

опционов на акции, даже если вероятность краха компании, а вместе с ней и значительной части глобальной экономики, составляет те же 50%. В первом случае исполнительный директор становится очень богатым человеком. Во втором случае его опционы обратятся в ничто. Однако, если бы менеджер не ввязался в авантюру, ценность опционов *наверняка* осталась бы нулевой.

Более того, руководитель компании, размеры денежного вознаграждения которого в значительной степени основываются на «опционной» схеме, получает стимулы к манипулированию исходящим из организации информационным потоком и фальсифицированию финансовой отчетности, чтобы отсрочить распространение неблагоприятных сведений до того момента, когда менеджер получит свои компенсации. Подобные практики вовсе не вступают в противоречие с теорией эффективных рынков (впоследствии ее положения будут обсуждаться в различных местах книги), согласно которой рыночные цены эффективно и быстро учитывают всю публичную информацию о компании. Поскольку исполнительный директор инсайдер, то ему известны вещи, которые необходимо сознательно держать в секрете от рынка.

Именно поэтому «Группа озера Сквам» рекомендовала, чтобы государство обязало системообразующие фирмы «растягивать» выплаты существенной части денежного вознаграждения руководителей организаций на достаточно продолжительный период — например, на пять лет.

Принятый в 2010 г. Закон о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей, известный также как закон Додда—Франка, содержит условия, схожие с рекомендациями «Группы озера Сквам». Примечательно, что в него были включены положения, требующие от руководителей компании возврата «денежного вознаграждения, неправомерно полученного» в результате «несоответствия представленных эмитентом материалов любым требованиям, предъявляемым законами

о ценных бумагах к финансовой отчетности»⁶. Отметим, что предложения «Группы озера Сквам» идут гораздо дальше, поскольку в случае возникновения необходимости выведения компании из кризиса или ее краха они предусматривают лишение руководителя остальных компенсационных выплат.

Совет директоров и назначения по знакомству

Обстоятельства назначения руководителям компаний особенно высокого жалования, конечно же, могли быть самыми разными. Это могло быть мошенничество. Совет директоров мог проголосовать за установление очень высокой заработной платы из чувства профессиональной вежливости или классовой симпатии. Возможно, кто-то из членов совета сделал свой выбор, рассчитывая, что впоследствии генеральный директор оплатит ему той же монетой.

В 2006 г. вышла в свет книга «Оплата без результата», написанная профессорами Гарвардской школы права Лучианом Беччаком и Джесси Фридом. По мнению авторов, рост жалования высших руководителей компаний в значительной степени стал следствием «неисправностей» в процессе переговоров двух формально независимых сторон (советов директоров и нанимаемых на работу высших менеджеров). В тех случаях, когда в них участвуют близкие друзья, стороны, возможно, лишь делают вид, что ведут честный «торг»: «У директоров могут быть различные экономические стимулы для того, чтобы поддержать или, по крайней мере, согласиться с соглашениями, выгодными высшему руководству компании. В аналогичном направлении членов совета подталкивают и различные социальные и пси-

6. Dodd—Frank Act, H.R. 4173—4579, Section 954.

хологические факторы — коллегиальность, командный дух, естественное стремление избежать конфликта внутри совета, а также, в некоторых случаях, дружеские отношения и лояльность»⁷.

Таким образом, в конечном счете проблема назначений по знакомству в совете директоров коренится в психологических тенденциях. Общественность осведомлена о ней, и законодатели уже осуществили реформы, направленные на усиление независимости членов этих советов. Но проблема остается.

Бибчук и Фрид убеждены, что проблема заключается не в финансовом капитализме, а в определенных особенностях его функционирования. Чтобы оградить совет от фаворитизма, они предлагают реформу выборов его членов, меры, направленные на упрощение их смены, а также процедуры наделения акционеров правом выступления с инициативой о внесении изменений в уставы корпораций.

Происходившее на протяжении всей второй половины XX в. увеличение количества фирм, основанных на венчурном капитале (специализирующихся на предоставлении финансирования недавно созданным компаниям в надежде, что, несмотря на высокую вероятность деловых неудач, некоторым из них удастся добиться крупных успехов), помогло найти решение рассматриваемой проблемы, хотя бы для вновь учреждаемых или находящихся на первых стадиях развития компаний. Оно заключалось в отказе от услуг инвесторов-ангелов — независимых богатых частных лиц, в прошлом оказывавших значительную поддержку недавно созданным компаниям. «Ангелы», как правило, были инвесторами-любителями и в силу неопытности часто допускали ошибки.

В течение этих лет венчурные компании узнали кое-что интересное о талантах исполнительных директо-

7. Bebchuk and Fried (2006): 4.

ров и денежном вознаграждении. Оказалось, что талант и преданность делу руководителя и высших менеджеров играют огромную роль в успехе фирмы. Но чтобы использовать таланты этих людей (по крайней мере, на той стадии жизни, когда они жадны до дела и наделены энергией), отнюдь не обязательно назначать им огромное денежное вознаграждение. Венчурные компании гарантируют, что в случае возможного успеха за услуги высших менеджеров получают достойную оценку. Фирмы научились соответствующим образом структурировать контракты с руководителями, предусматривая опционы на акции, должным образом мотивирующие менеджеров, и защищая их от высокого риска неудачи. Венчурные капиталисты практически всегда требуют предоставления своим представителям мест в советах директоров, поскольку это позволяет им воспрепятствовать любым договоренностям, предусматривающим чрезмерно высокое денежное вознаграждение руководства компании. В случае если дела компании идут плохо, в венчурных компаниях, в отличие от инвесторов-ангелов, без лишних проволочек принимают решение о замене отца-основателя на руководителя со стороны⁸. К сожалению, после того, как компания добивается успеха и начинает укрупняться, венчурные компании, как правило, продают принадлежавшие им акции и выходят из дела.

В некоторых случаях возможность вводить аналогичные ограничения на слишком высокое жалование руководства компаний получают и институциональные инвесторы (портфельные менеджеры, роли и обязанности которых будут обсуждаться ниже). Для того чтобы они могли успешно справляться с этой задачей, институциональным инвесторам необходимо развивать используемые методы и улучшать организацию.

Еще одной глубинной проблемой, обуславливающей чрезмерно высокое денежное вознаграждение руковод-

8. Hellman and Puri (2002).

ства компаний, является непонимание публикой проблемы, описываемой Бебчуком и Фридом. Общество в целом (по крайней мере, американское) не способно по-настоящему понять все вопросы, связанные с устанавливаемым для некоторых исполнительных директоров компаний очень высоким жалованием. И поэтому публика проявляет избыточную готовность молчаливо соглашаться с этим денежным вознаграждением.

Неспособность признать существование проблемы с переговорами между советами директоров и высшим руководством компаний, зачастую выполнявшими декоративную функцию, характерна для конца XX столетия. Это было время чрезмерно оптимистичных оценок способности совершенного функционирования нерегулируемой системы свободного рынка. Последние десятилетия XX в. стали эрой переоцениваемых публикой «харизматических генеральных директоров». С целью оправдать свое высокое денежное вознаграждение руководство компаний в своем стремлении к чудесным результатам нередко принимало на себя слишком высокие риски⁹. Финансовый «мыльный пузырь» жалования руководства компаний зеркально отразился в ценовых «мыльных пузырях» на жилье и акции.

Всеобщий характер проблемы стимулирования руководства компаний

О фундаментальном характере проблемы денежного вознаграждения генеральных директоров организаций свидетельствует хотя бы тот факт, что аналогичные трудности возникали даже в коммунистических странах.

Югославский экономист Милован Джилас в опубликованной в 1957 г. книге «Новый класс: анализ коммунистической системы» открыто провел параллели меж-

9. Khurana (2004).

ду поведением руководителей в коммунистических и западных странах¹⁰. Выступление с критикой коммунистической системы разрушило надежды М. Джиласа на то, чтобы стать преемником Иосипа Броз Тито на посту руководителя Югославии. В своей работе Джилас открыто говорил о проблемах своей страны, включая материальное вознаграждение государственных и партийных деятелей, напоминавшее принятую в западных корпорациях систему премий. В случае беспорочной службы государственные служащие получали дорогое жилье и другие привилегии. Для того чтобы извлекать выгоду из деятельности предприятий, коммунистические менеджеры создавали систему назначений на должности по знакомству, точно так же, как некоторые руководители компаний в капиталистических странах.

Дэвид Граник в своей книге «Красные руководители» (1960) провел еще больше параллелей между советской номенклатурой и западным финансовым классом. В СССР руководители предприятий опирались на партийные заводские, городские и областные комитеты партии, заинтересованные в производственных успехах и игравшие ту же самую роль, которую в западных странах исполняют разнообразные заинтересованные группы и назначаемые ими советы директоров: выбор менеджеров, мотивация и принятие, в случае необходимости, мер дисциплинарного воздействия¹¹. В СССР были заново открыты преимущества системы материального стимулирования руководителей, неустанный

10. Djilas (1983 [1957]).

11. «В действительности партийные комитеты проявляют предельно высокую активность в „отстаивании интересов акционеров“, гораздо большую, чем их „двойники“ в американском бизнесе. В то время как формально их долг и обязанность состоят в надзоре над менеджментом в промышленности, они глубоко погружаются непосредственно в функцию управления». (Granick 1960: 203).

труд которых рассматривался как залог успеха предприятия¹².

Проблема мотивации руководителей компаний — одна из основных и трудноразрешимых. Но по мере углубления понимания поступательного развития экономики мы постепенно освобождаемся от ошибок, которые делались в прошлом. По мере того как мы обнаруживаем лучшие способы поиска и стимулирования людей, исполняющих руководящие роли и близко к сердцу принимающих основополагающие цели возглавляемых ими организаций, роли высшего менеджмента (равное как и названия должностей) обязательно будут изменяться.

И в будущем время от времени будут появляться газетные статьи о генеральных директорах, получающих баснословное жалование и пользующихся недоступными простым смертным привилегиями. Это неотъемлемая часть истории финансового капитализма. Мы надеемся, что в будущем процесс предоставления подобных привилегий будет носить в большей степени рациональный характер, не вызывая раздражения у общества. Это, а также более глубокое понимание публикой принципов деятельности корпораций будет способствовать приведению в более полное соответствие интересов корпораций и общества в целом.

12. «И в России, и в США менеджерам предлагаются очень сильные стимулы. Поскольку доступ на высшие руководящие должности не ограничивается исключительно семейными или дружескими связями, перед нижестоящими управленцами открываются перспективы значительного повышения. Существенные различия в доходах означают, что продвижение вверх по управленческой лестнице может привести к значительному увеличению вознаграждения» (Ibid., p. 130).

ГЛАВА 2

Инвестиционные менеджеры

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ менеджеры, то есть те, кто управляют в компаниях портфелями акций, облигаций и других инвестиций, входят в круг наиболее важных распорядителей нашим богатством. Следовательно, они являются жизненно важными игроками, служащими делу процветания рыночных демократий в интересах создания хорошего общества. В предоставляемых ими услугах нуждаются организации самых разных типов: от многонациональных корпораций и профсоюзных пенсионных фондов до городских властей, университетов, библиотек и храмов. Столь же разнообразны по типам и юридическим формам управляемые ими фонды. Они могут называться «взаимными фондами», «паевыми инвестиционными фондами», «биржевыми индексными фондами», «хедж-фондами» или «фондами прямого инвестирования». В этой главе мы объединяем менеджеров всех этих фондов вместе, в соответствии с их общей основной функцией: от имени и по поручению клиентов они определяют желаемый состав инвестиционных портфелей, а также приобретают их «содержимое» и удерживают его в интересах клиентов (конечных инвесторов).

Инвесторы, доверяющие свои деньги этим менеджерам, получают самые разные услуги — от рутинного сохранения ценных бумаг до распределения инвестиций по диверсифицированным портфелям, ведения учета и минимизации налогового воздействия инвестиций с учетом специфического налогового статуса клиента. Помимо этого, инвестиционным менеджерам приходит-

ся иметь дело со специфическими нуждами клиентов, связанными с их долго- и краткосрочными целями, их потребностями в ликвидности, рисками (региональными или политическими), с которыми они сталкиваются, а также с их приоритетами с точки зрения «зеленого» или этического инвестирования. В действительности инвестиционные менеджеры делают много больше, ведь они являются направляющей силой экономики. Когда менеджеры активно выбирают инвестиции, они распределяют капитал по специфическим направлениям его использования другими людьми. При этом менеджеры заинтересованы в том, чтобы капитал использовался наилучшим образом. Инвестиционные менеджеры служат миллионам людей по всему миру, включая тех из них, кто испытывает специфические потребности: пенсионеры и инвалиды, учителя и полицейские, иждивенцы и молодые студенты. Деятельность менеджеров имеет фундаментальное значение.

Тем не менее, как и исполнительные директора компаний, которых мы обсуждали в предыдущей главе, инвестиционные менеджеры представляют собой объект враждебного отношения со стороны общества. Частично оно вызвано сформировавшимся у публики ощущением, что менеджеры получают как слишком высокое денежное вознаграждение, так и «грязные» доходы. Однако есть и другой источник: чувство, что в реальности менеджеры не способны сделать то, о чем они заявляют клиентам, а именно добиться более высокой, чем средняя по рынку, отдачи на инвестиции. Вот две причины, обуславливающие недостаток доверия между инвестиционными менеджерами и публикой, которой они призваны служить.

Переиграть рынок

Несмотря на то что инвестиционные менеджеры предоставляют клиентам широкий круг услуг, большинство из них рекламируют себя как специалистов, способных

добиться самой высокой отдачи на сделанные инвестиции посредством активного портфельного управления и отбора наиболее перспективных ценных бумаг. И значительную часть времени большинству инвестиционных менеджеров *действительно* удавалось «переиграть рынок».

Сегодня во многих учебных заведениях весьма популярна теория эффективных рынков. Если мы разделим ее положения, то неизбежно приходим к выводу, что на самом деле такие инвестиционные менеджеры, говоря без обиняков, являются мошенниками. В соответствии со статистикой ни один из игроков не способен показать результаты, превышающие результаты стратегии случайного выбора инвестиций. Следовательно, заявления менеджеров о своем умении «переиграть рынок» могут рассматриваться как заведомо ложные. Эта научная точка зрения отчасти справедлива: многим инвестиционным менеджерам удалось создать ложное впечатление о себе как о выдающихся инвесторах.

Согласно свидетельствам, содержащимся в научной литературе по финансам, активно действовавшие на фондовом рынке в течение последних десятилетий взаимные фонды, в общем, добивались худших результатов по сравнению с фондами, придерживавшимися пассивной инвестиционной стратегии и просто вкладывавшими средства во все представленные на фондовом рынке акции. Например, согласно данным Мартина Грубера, в 1996 г. взаимные фонды, осуществлявшие диверсифицированные инвестиции на фондовом рынке, по сравнению с другими его участниками «недобирали» 1,5% годовой доходности¹. Поскольку в рассматриваемом нами случае статистика отражала только регулярные платежи за управление, взимаемые взаимными фондами с клиентов, но не реализационные платежи (крупные единовременные выплаты при ин-

1. Gruber (1996).

вестировании или изъятии денежных средств), действительные результаты взаимных фондов были еще более низкими.

К тому же нельзя сказать, что профессиональные инвестиционные менеджеры добиваются заметных успехов, формируя свои собственные портфели ценных бумаг. В 2011 г. Андрий Боднарук и Андрей Симонов провели исследование, проанализировав данные о личных портфелях менеджеров взаимного фонда из Швеции². (До 2007 г. в этой стране взимался налог на личное состояние и богатые люди обязаны были информировать государство о содержании личных портфелей ценных бумаг.) Ученые пришли к выводу, что ни доходность, ни степень диверсификации личных портфелей инвестиционных менеджеров не превышали аналогичных показателей среднего инвестора.

В то же время в течение последних 50 лет объем инвестиций в активно управляемые фонды резко увеличился. Казалось бы, доверяя активы менеджерам этих фондов, инвесторы ведут себя иррационально. В своем исследовании М. Грубер приходит к выводу, что не *все* инвесторы взаимных фондов вели себя безрассудно, поскольку в результатах фондов прослеживается *некоторое* постоянство во времени, и часть инвесторов пользовалась этой ситуацией, быстро переходя вместе со своими деньгами в самые лучшие взаимные фонды. Но большинству клиентов взаимных фондов не свойственна подобная «стремительность», и они остаются верными своим менеджерам, несмотря на плохие результаты. Во многих случаях такая приверженность обусловлена привязкой индивидуальных пенсионных планов к определенным фондам, что лишает людей свободы выбора.

Предоставляемые взаимными фондами возможности базисной диверсификации и обслуживания портфеля ценных бумаг пользуются спросом у значительного

2. Bodnaruk and Simonov (2011).

количества людей. Мы никак не можем сказать, что инвесторы очень плохо обслуживаются действующей в настоящее время системой. Вероятно, довольно большая часть инвесторов совершают ошибки при выборе инвестиционных менеджеров, и в будущем необходимо найти способ устранения этой проблемы. Но у нас нет никаких оснований для того, чтобы делать вывод о том, что инвестиционные менеджеры и взаимные фонды не предоставляют публике необходимые услуги.

Отдельные представители современной науки о финансах считают свидетельства о недостаточно высоких результатах инвестиционных менеджеров основанием для того, чтобы говорить о бессмысленности передачи кем бы то ни было своих активов в руки профессиональных инвестиционных менеджеров, так как очень высокая эффективность рынков означает отсутствие необходимости в услугах этих специалистов. Если довести до логического завершения ту же самую теорию эффективных рынков, можно прийти к выводу, что *каждый*, кто торгует на финансовых рынках, совершает ошибки. В соответствии с этой логикой, необходимо приобрести диверсифицированный портфель и просто держать его (возможно, периодически следует осуществлять его повторную балансировку для того, чтобы он оставался диверсифицированным). Это означало бы, что никакие действия инвестиционных менеджеров не позволят им переиграть рынок.

Современная теория, которая приобрела в последние десятилетия огромное влияние, настаивает на невозможности сколько-нибудь разумных решений, позволяющих добиться увеличения доходов на инвестиции. По словам Эндрю Редлифа и Ричарда Вигиланте (менеджеры хедж-фонда), «если попытаться выразить идеологию современных финансов в нескольких словах, можно было бы сказать „в мышлении нет необходимости“»³.

3. Redleaf and Vigilante (2010): 8.

Впрочем, в отношении инвестиционных менеджеров это заключение никак не может быть правильным. В долгосрочном периоде профессиональное внимание к богатству отдельных лиц не несет с собой отрицательных последствий для общества. Эти профессионалы получают плату как раз за умение размышлять о том, что может быть сделано в интересах инвесторов.

Очевидно, что в теории эффективных рынков существует целый ряд проблем. Важнейшая среди них — идея, согласно которой рынок является совершенно эффективным потому, что таким его делают разумные трейдеры. Если каждый из них действует рационально, почему на этих рынках осуществляется столь много сделок? Если вы лишены возможности прибыльной торговли, как может быть рациональным ее продолжение в столь крупных объемах?

Кто-то может ответить, что сделки осуществляются потому, что некоторые трейдеры обладают инсайдерской информацией, которой лишены другие участники рынка. Но, как утверждается в опубликованной в 1982 г. и вызывавшей немало споров статье финансовых теоретиков Пола Милгрона и Нэнси Стоки, на совершенно рациональных рынках (цены включают в себя всю публичную информацию) от торговли отказались бы даже те, кто обладает частной информацией, неизвестными публике сведениями. Редуцируя свой аргумент к простейшей форме, исследователи объясняли отсутствие торговли тем, что обладающие частной информацией люди не смогли бы найти торговых партнеров среди тех, кто не владеет аналогичными сведениями. Неспособность найти торговых партнеров обусловлена тем, что все и каждый потенциальный партнер отказался бы от сделки с любым, кто мотивирован к ней только наличием доступной исключительно ему информации⁴.

Но мы видим, что на финансовых рынках регуляр-

4. Milgrom and Stokey (1982).

но проходят торги в крупных объемах. Развивая идею П. Милгрота и Н. Стоки, кто-то может сделать вывод, что, с точки зрения по крайней мере одного из двух участников сделки, вся эта торговля противоречит здравому смыслу. Другие могут задаться вопросом: не являются ли главной причиной торговли на финансовых рынках психологические принципы, такие как излишняя самоуверенность? Или о том, почему те, кто привлекает прибыль из подобных сделок, включая фондовых брокеров и им подобных, не превращают в жертв по крайней мере половину своих клиентов?

Впрочем, возможно, теория П. Милгрота и Н. Стоки на самом деле не является свидетельством доминирования на рынке чрезмерной самоуверенности. Мы можем интерпретировать ее как *reductio ad absurdum* теории эффективных рынков. О какой эффективности идет речь, если достижение результата предполагает отсутствие торговли?

Если мы исходим из того, что рынки демонстрируют нам цены, включающие в себя полную информацию, на них должна осуществляться хоть какая-то деятельность. Часть ее должна была бы состоять из торговли, другая часть — из сбора информации. Все это занимает время, требует приложения усилий и стоит денег. Кто стал бы заниматься этой деятельностью, если бы рынки были полностью эффективными? Эта точка зрения представлена в другой классической работе по финансовой теории, написанной Сэнфордом Гроссманом и Джозефом Стиглицем. Имеется в виду их совместная статья «Невозможность информационно-эффективных рынков»⁵. Исследователи формулируют свой вывод в терминах «невозможности существования» эффективного рыночного «равновесия». Другими словами, в предположении о том, что, в общем случае, рынки действительно являются полностью эффективными, нет никакого смысла.

5. Grossman and Stiglitz (1980).

Устойчивость результатов деятельности инвестиционного менеджера

Утверждение о том, что средний инвестор не способен переиграть рынок, несомненно, является трюизмом, поскольку рынок по определению и есть средний инвестор. По мере того как в торговле начинают преобладать профессиональные инвесторы, они быстро превращаются в такого среднего инвестора. В определенном отношении конкуренция между этими профессионалами — конкуренция, которая в конечном счете вознаграждает наиболее сообразительных институциональных инвесторов, — остается полезной для общества, так как она ведет к тому, что на вершину мира инвестиционного менеджмента поднимается все больше самых лучших людей, берущих в свои руки контроль над размещением капитала в нашей экономике.

В то же время эта теория основывается на предположении, в соответствии с которым наиболее сообразительные инвесторы выигрывают чаще других. В финансовой теории нет ничего, что давало бы нам основания отрицать это допущение. Однако существуют сомнения, что финансовая система действительно вознаграждает сообразительных инвесторов. Они основываются на эмпирическом исследовании, интерпретируя которое некоторые ученые утверждают, что в реальности финансовые результаты носят случайный характер, как, например, при игре в кости.

Случайные наблюдения позволяют предположить, что сообразительные инвесторы выигрывают чаще. Например, исключительно высокие результаты демонстрируют инвестиционные эндаументы наиболее известных университетов США. Список возглавляет мой собственный университет — Йель. Доходность инвестиций из фонда пожертвований университета, начиная с 1985 г., составляет 14,2% в год (при этом учитываются и данные за кризисные годы, начиная

с 2007 г.)⁶. Университетскими инвестициями в течение вот уже 26 лет управляет Дэвид Свенсен. Сравнимых показателей вообще и в последние годы в частности удалось добиться и другим университетам, в особенности Гарварду и Принстону. Нельзя сказать, что американские университеты всегда демонстрировали высокие показатели инвестиций. В данном случае важную роль сыграло не традиционное инвестирование, когда состав портфелей устанавливается исходя из здравого смысла, но создание современных финансовых отделов и культивирование реальной интеллектуальной дисциплины инвестирования. Следует отметить, что попечительские советы университетов приветствовали новое финансовое мышление.

Впрочем, отдельные положительные примеры не могут служить надежным доказательством того, что сообразительные инвесторы чаще добиваются высоких результатов. К тому же поиск подтверждений того, что смекалистые люди, в общем случае, способны переиграть рынок, осложняется проблемой оценки степени их сообразительности. Впрочем, у нас имеется возможность узнать имена менеджеров, управлявших инвестициями колледжей, а также результаты, показанные студентами этих учебных заведений на экзамене по выявлению академических способностей. Джудит Шевалье и Гленн Эллисон обнаружили фактические данные, свидетельствующие о том, что результаты менеджеров взаимных фондов действительно зависят от степени их сообразительности⁷. К аналогичным выводам относительно менеджеров хедж-фондов пришли Хайтао Ли, Сяоянь Чжан и Руи Чжао⁸. В исследовании Марка Гринблата, Матти Келохари и Юхани Линнаинма вы-

6. Эти 14,2%, как и положено, основываются на среднем геометрическом валового дохода.

7. Chevalier and Ellison (1999).

8. Li et al. (2008).

яснилось, что после внесения поправки на риск жители Финляндии с более высоким коэффициентом интеллектуального развития (измерялся при призыве на обязательную военную службу) показали и более высокие результаты инвестиционных решений⁹.

Кроме того, мы можем проанализировать *устойчивость* результатов деятельности профессиональных инвесторов. Тем самым мы косвенным образом измеряем и уровень их интеллекта (в качестве исходного пункта берутся показатели эффективности вложений на определенный момент времени, а затем они сравниваются с более поздними инвестиционными результатами). Следовательно, мы получаем возможность определить, носят ли успехи менеджера случайный характер (варьируются из года в год), или они связаны с его устойчивыми характеристиками, прежде всего с уровнем интеллектуального развития.

Ряд исследователей пришли к выводу о незначительной, сохранявшейся не более года, устойчивости результатов менеджеров взаимных фондов.

Гарри Кэт и Фэй Менекс выбрали в качестве объекта исследования хедж-фонды. Ученые обнаружили, что степень устойчивости среднего дохода в хедж-фонде относительно невысока. При этом указывается на трудности, связанные с проведением оценки и вызванные огромной изменчивостью доходов¹⁰.

Стивен Каплан и Антуанетта Шоар провели исследование частных инвестиционных фирм, вкладывающих

9. Участниками исследования были те, кто призывался в армию в 1982–2001 гг. Оказалось, что те из них, кто получил более высокие оценки уровня интеллектуального развития, имели и более высокие коэффициенты Шарпа для портфелей в 2000 г.; при этом исследователи контролировали воздействие других факторов, отражавших большее влияние компаний с малой капитализацией и недооцененных акций, а также лучшую диверсификацию. См.: Grinblatt et al. (2011).

10. Kat and Menexhe (2003).

средства в акции, не торгуемые на фондовых биржах. Они приходят к следующему выводу: «Генеральные партнеры... фонды которых переигрывали отрасль в одном фонде, скорее всего, переиграют ее и в следующем, и наоборот»¹¹. Оценивая степень устойчивости, которая во многих случаях является низкой, можно сделать вывод, что в отношении профессионально управляемых инвестиций, когда объем портфеля составляет 1 миллиард долларов, дополнительный доход, который менеджер должен заработать, чтобы оправдать свое денежное вознаграждение в 1 миллион долларов, составляет всего 0,1% в год. В соответствии со стандартной экономической теорией, конкуренция между инвестиционными менеджерами должна привести их к такой точке, когда они просто зарабатывают себе на жизнь, так что продуцируемые ими избыточные доходы снижаются в такой степени, что их очень трудно отличить от посторонних «шумов», — и все же они соответствуют своей заработной плате. В конечном итоге конкуренция должна привести к снижению доходов менеджеров до уровня, когда им придется задуматься о смене вида деятельности. Конкуренция отчасти принимает форму вхождения в дело новых инвестиционных менеджеров, надеющихся вступить в соперничество с уже занятыми в нем управляющими. Тем самым последние лишаются части инвестиционных возможностей. Еще одной формой конкуренции становится поиск инвесторами успешных опытных портфельных менеджеров для того, чтобы передать им в управление дополнительные средства; получив более крупный портфель, менеджер испытывает недостаток перспективных инвестиционных возможностей и видит, что результаты фонда снижаются¹².

11. Kaplan and Schoar (2005).

12. Berk and Green (2004).

«Мыльные пузыри» денежного вознаграждения инвестиционных менеджеров

Достаточно ли сообразительны инвестиционные менеджеры для того, чтобы естественным образом ожидать, что они смогут зарабатывать 1 миллион долларов в год и в другом виде деятельности? В этом случае и при условии предсказуемости альтернативных доходов, после того как инвестиционные доходы снизятся до этого уровня или упадут еще ниже, у них будет стимул выйти из управления инвестициями. Следовательно, в соответствии с фундаментальными принципами экономической теории доходы инвестиционных менеджеров останутся на уровне 1 миллиона долларов в год. Арбитражирование между различными видами деятельности будет поддерживать доходы, которые приносит квалифицированное инвестирование на этом уровне, не позволяя им ни значительно повыситься, ни существенно понизиться. Если способность инвестиционных менеджеров зарабатывать повышенные доходы посредством инвестирования опустится ниже этого уровня, часть инвестиционных менеджеров оставит это занятие и найдет применение своим способностям в других областях.

Возникает лишь одна сложность. Никто не может знать, какой перспективный повышенный доход может получить инвестиционный менеджер в будущем, и никто не может легко и просто найти себе новое дело, которое будет приносить 1 миллион долларов в год. И получение знаний о том, как научиться получать повышенные доходы, и освоение нового вида деятельности занимают такое долгое время, что процесс достижения равновесия альтернативных карьерных доходов может растянуться на жизнь одного и более поколений.

В то же время в заработной плате инвестиционных менеджеров могут «надуться» и положительные, и отрицательные спекулятивные «мыльные пузыри». Если

в любой данный момент времени имел место недостаток квалифицированных инвестиционных менеджеров, то те, кто находится в деле, будут получать высокие доходы. Людям, занятым в других направлениях бизнеса, будет довольно трудно быстро восполнить недостаток знаний, необходимых для достижения высоких результатов в инвестиционном менеджменте. Молодым людям, которые хотели бы вступить в конкуренцию в этом бизнесе, потребуются годы учебы. К тому же потенциальным конкурентам, вероятно, потребуются годы и годы на осознание того, что существующие менеджеры сумели добиться высоких доходов благодаря разумному инвестированию.

В конечном счете попытки заняться инвестиционным менеджментом предпримут гораздо больше людей. Это приведет к переполнению данной сферы деятельности, а инвестиционные доходы уменьшатся до уровня, вызывающего лишь разочарование. По прошествии нескольких лет инвесторы будут проявлять меньшую склонность к выплате высокого вознаграждения инвестиционным менеджерам, и «мыльный пузырь» лопнет; возможно, что заработная плата резко устремится вниз.

Надо полагать, что «мыльные пузыри» в заработной плате инвестиционных менеджеров синхронизируются с «мыльными пузырями» на самих рынках. В этом случае может возникнуть ситуация, когда инвесторы, доверяющие свои средства инвестиционным менеджерам, ошибочно приписывают доходы, приносимые рынком, исключительно мастерству тех, кто управляет размещением денег. Очевидно, что мы были свидетелями «раздувания» заработной платы инвестиционных менеджеров в периоды «мыльных пузырей» в конце 1990-х — начале 2000-х гг., когда фондовые рынки всего мира «чувствовали себя» просто прекрасно. Эти «мыльные пузыри» вызвали значительное недовольство широкой общественности, выразившееся в призывах к ограничению доходов не только высшего руководства компаний, но и инвестиционных менеджеров.

Впрочем, в установлении правительствами тех или иных ограничений на размеры заработной платы инвестиционных менеджеров, вероятно, нет необходимости, так как их доходы уже уменьшились благодаря воздействию рыночных сил. Мы были свидетелями надувания «мыльного пузыря» в доходах менеджеров по инвестициям, и мы же станем очевидцами относительно «тощих» грядущих лет, ожидающих людей, занятых в данном бизнесе. Об этом должен помнить каждый, кто намеревается в будущем посвятить себя управлению инвестициями.

Основатель управляющей инвестиционной компанией *Vanguard Funds* Джон Богл в своей книге «Довольно! Истинные меры денег, бизнеса и жизни» высказывает сожаление о том, что многие участники финансовой сферы рассматривают всех остальных как «дойных коров» и тщетно надеются на получение экстраординарных прибылей. Отчасти это справедливо, но установить истинные размеры «надоев» довольно трудно, поскольку сам Богл признает: «Мне ничего не известно о научных исследованиях, в которых предпринимались бы попытки систематически оценить стоимость, отчуждаемую нашей финансовой системой из доходов, получаемых инвесторами»¹³.

По степени сложности эта задача не уступает измерению вклада финансового сообщества в правильный выбор направлений размещения ресурсов и усиление стимулов к достижению делового успеха. В данном случае можно было бы использовать простейший довод. Как известно, выше всего доходы в расчете на душу населения в США и Швейцарии. Эти же страны имеют наиболее развитые в мире финансовые секторы. На более высоком и более систематическом уровне аналогичные сравнения между странами были проведены Россом Левином¹⁴. Од-

13. Bogle (2009): 47.

14. Levine (1997).

нако и в этом случае классифицировать реальные причинно-следственные зависимости оказалось довольно трудно. Действительно ли более развитые страны обязаны своим успехом более развитым финансовым рынкам, или же их экономические успехи являются причиной высокого уровня финансового развития?

Реальная проблема заключается в том, что ученым очень трудно показать, как изменилась бы ситуация в отсутствие финансового сообщества. У нас имеется возможность исчисления размеров оплаты услуг участников финансового сообщества и комбинированного воздействия этого вознаграждения на документированные доходы инвестора¹⁵. При этом возникают трудности с измерением величины агрегированной выгоды, возмещающей издержки всех этих людей. Она в значительной степени принимает форму, внешнюю по отношению к решению индивидуального инвестора: процесс инвестиционного менеджмента способствует повышению эффективности рынков, что означает приближение к наилучшему распределению ресурсов.

Отвлекающие игры инвестиционных менеджеров

Вопросам оценки успеха портфельных менеджеров посвящено множество работ финансовых теоретиков. Важнейшая фундаментальная проблема заключается в том, что инвестиционные менеджеры могут в течение длительного времени демонстрировать высокие показатели, вкладывая средства в активы с высокими воспринимаемыми рисками, которых избегают другие инвесторы. Это продолжается до тех пор, пока не появляются новые данные об упомянутых выше рисках. В течение всего времени, когда риски никак себя не прояв-

15. French (2008).

ляют, менеджер способен «приносить в дом» высокие комиссионные за управление средствами, а после наступления катастрофы он просто выйдет из сделки.

Многие годы студентов, изучающих финансы, для ответа на вопрос о том, действительно ли портфельному менеджеру удалось превзойти рынок, учат использовать коэффициент Шарпа (назван в честь профессора финансов Стэнфордского университета Уильяма Шарпа). Он рассчитывается как разница между средней «избыточной» доходностью на протяжении «прошлой жизни» портфеля менеджера и доходностью рынка от всех возможных инвестиций в целом, деленная на стандартное отклонение доходности на протяжении «прошлой жизни» портфеля менеджера. Высокий коэффициент Шарпа рассматривается как характеристика хорошего инвестиционного менеджера. Чем более высоких, превосходящих рыночные, результатов добивается менеджер на протяжении относительно длительного времени, тем больше должен быть числитель дроби. Однако в том случае, когда менеджер в стремлении к достижению более высоких по сравнению с рынком доходов идет на высокие риски, что отразится в знаменателе как высокая изменчивость дохода управляемого портфеля, значение коэффициента Шарпа снизится.

Отметим, что коэффициент Шарпа не обязательно является надежным показателем результатов менеджера, поскольку на протяжении большей части жизни портфеля риски отнюдь не всегда отражаются в высоком стандартном отклонении доходности. В отсутствие новостей о рисках, цены на его содержимое не изменяются вплоть до наступления катастрофы.

Рассмотрим, например, риски инвестирования в экономики политически нестабильных государств. Эти инвестиции по своей сущности очень рискованные. Предположим, что речь идет о Египте времен правления Хосни Мубарака. Окончание его пребывания у власти в 2011 г. сопровождалось неожиданными массовыми волнениями. Возможно, они произошли под влиянием

беспорядков в соседнем Тунисе. Через месяц после падения правительства в этой стране волнения начались и в Египте. Их возглавили люди, почувствовавшие, что Тунис стал важным поворотным пунктом и пришло время народного восстания против Мубарака.

Инвестиционные менеджеры могут специально искать возможность инвестиций в таких странах, как Египет времен Мубарака, в которых смена режима может произойти лишь в будущем. Если единственная цель, к которой стремятся менеджеры, заключается только в том, чтобы положить в карман комиссионные прямо сейчас, а чувство чести или обязательств перед клиентами отсутствует, у них появляется сильный стимул к ее достижению. Ведь менеджерам прекрасно известно, что вопрос о судебном преследовании за халатность даже не возникнет. И действительно, вы можете представить себе человека, обвиненного в том, что он не смог предсказать такие события, как свержение Мубарака? Вот почему циничные менеджеры просто не задумываются о подобных рисках.

Уильям Гетцман и некоторые его коллеги из финансовой группы Йеля рассчитали оптимальную стратегию менеджера инвестиционного фонда, поставившего перед собой цель обмануть инвесторов, добиваясь высоких доходов в течение ряда лет, для того чтобы получить инвестиционные комиссионные, а затем сбежать с ними как раз тогда, когда фонд причинит своим инвесторам значительный ущерб¹⁶. Эта бесчестная стратегия генерирует «хвостовой» риск — риск в хвостах распределения вероятности инвестиционных доходов, или, другими словами, события типа «черного лебедя», происходящие настолько редко, что инвесторы не могут предвидеть их наступление (хотя, если уж они произошли, последствия будут огромными). В то же время инвестиционный фонд может получать прибыль, бла-

16. Goetzmann et al. (2002).

годаря надежным и безопасным доходам. Оптимальная стратегия включает в себя добавление в портфель опционов таким образом, чтобы продать с выгодой любые (редкие) необычно высокие портфельные доходы (продажа содержащихся в портфеле убыточных опционов на покупку), а также получить краткосрочную прибыль посредством удвоения любых (редких) необычно плохих портфельных доходов (продажа содержащихся в портфеле убыточных опционов на продажу).

Если инвестиционные компании раскрывают всю информацию об этих «шалостях», они имеют законное право поучаствовать в них. Например, в *Wall Street Journal* была опубликована статья, в которой рассказывалось о деятельности частной инвестиционной компании *Integral Investment Management*, возглавлявшейся бывшим биологом Конрадом Зегерсом¹⁷. Была проведена рекламная кампания, в которой сообщалось об очень высоком коэффициенте Шарпа и объяснялось, что он был достигнут благодаря некоторым нестандартным операциям с производными финансовыми инструментами. По мнению Гетцмана и его соавторов, *Integral* удалось приблизиться к оптимальной манипуляции коэффициентом Шарпа благодаря массовым продажам убыточных опционов на продажу в соответствии с американскими фондовыми индексами и короткой позиции по опционам на покупку, практикуемой в платежах хедж-фондов. Манипуляции оказались довольно эффективными, и руководству *Integral* удалось убедить финансовый отдел Чикагского института искусств инвестировать в компанию и связанные с ней фонды 43 миллиона долларов из своего эндаумента. После краха фондового рынка в 2001 г. и убытков от инвестиций по меньшей мере в 20 миллионов долларов Институт искусств подал в суд на *Integral*. Последняя была уличена в целом ряде нарушений закона о ценных бумагах, но ей удалось из-

17. Dugan et al. (2002).

бежать наказания за использование необычной стратегии повышения коэффициента Шарпа¹⁸.

Приведенный пример показывает, что инвестирование не может осуществляться на основе исключительно численных показателей. С точки зрения цифр компания *Integral Investment Management* выглядела просто прекрасно. Но ее преимущества оказались иллюзорными. Другие фирмы, использующие схожие стратегии, но без опоры на торговлю опционами, могут добиться еще больших успехов в игре, которую начала *Integral*. Вот почему никто не может просто передать в управление свои средства инвестиционной компании, получавшей в прошлом самые высокие доходы и имевшей самые высокие коэффициенты Шарпа или любые другие самые высокие показатели. Возможно, что все эти цифры свидетельствуют не о компетентности менеджеров, а о чем-то совсем другом. Оценить честность людей, возглавляющих фонд, позволяет широкая картина их действий на протяжении достаточно длительного времени, а также другие признаки, проявляющиеся в их поведении. Характер имеет большое значение, и это отражается (к лучшему или к худшему) на репутации определенных фирм.

Государственное регулирование способно затруднить исполнение подобных «фокусов» розничными инвестиционными компаниями. Действующие в США и других странах законы о ценных бумагах запрещают инвестиционным компаниям умалчивать о существенных фактах, когда соответствующие пропуски в отчетах о полученных в прошлом доходах могут ввести в заблуждение публику. Впрочем, подобным правилам всегда далеко до совершенства. Какой «пропущенный» фондом в отчетности до 2011 г. «существенный факт» позволил бы предсказать свержение Мубарака? Присущие регулированию недостатки, не позволившие предотвратить слу-

18. Dugan (2005).

чай лжи и обмана в инвестиционной сфере, значительно усугубили последствия начавшегося в 2007 г. финансового кризиса¹⁹.

Честность в инвестиционном менеджменте

Справедливость теории эффективных рынков подтверждается тем, что она ежедневно проверяется на активно торгуемых активах. Профессиональные менеджеры сделали все возможное, чтобы наиболее точно определить цены этих активов, удостоверив честность инвестиций в них по текущей цене. Таким образом, профессиональная инвестиционная сфера, включая ее саморегулируемые организации, сотрудничающие с государственными регуляторами, несет коллективную ответственность за честность наших финансовых рынков. Мы доверяем рыночным ценам активов инвестиционного уровня не только потому, что они прошли испытание рынком, но и потому, что верим «честному слову» множества оценивавших их аналитиков.

Генри Кауфман, управляющий директор инвестиционного банка *Salomon Brothers*, в своей опубликованной в 2001 г. книге «О деньгах и рынках» приходит к выводу: «Доверие — краеугольный камень большинства отношений, в которые мы вступаем в нашей жизни. Точно так же на фундамент доверия должны опираться финансовые институты и рынки»²⁰.

Аналогичное заключение делает и Анна Бернасек в своей книге «Экономическая теория честности» (2010). Она упоминает о «постоянном стремлении „обходить правила“, чтобы сэкономить деньги или использовать с выгодой для себя доверие других людей». Но деловые

19. Acharya et al. (2010).

20. Kaufman (2005): 313.

люди с нравственными принципами способны устоять перед этим искушением: «Честность позволяет увеличить богатство, поскольку способствует повышению эффективности экономики»²¹.

В заключение укажем на ошибочность идеи, в соответствии с которой инвестиционные менеджеры как группа являются «мошенниками», поскольку как группа они не способны превзойти рынок. Управляющие инвестициями предоставляют разнообразные услуги, включая честный присмотр за инвестиционными портфелями, исходя из интересов клиентов. Не вызывает сомнений, что лучшие из героев этой главы демонстрируют способности в целом переигрывать рынок. Деятельность менеджеров по инвестициям как представителей интеллектуального сообщества сопровождается такими выгодными всему обществу внешними эффектами, как определение направлений инвестиций и включение соответствующей информации в рыночные цены. В будущем совершенствование методов регулирования и советов, предоставляемых инвесторам в целом, позволит улучшить общее состояние отрасли инвестиционного менеджмента.

21. Bernasek (2010): 48.

ГЛАВА 3

Банкиры

ИСТОРИЯ банков и банкиров насчитывает сотни и сотни лет финансовой эволюции. Это означает, что им удалось найти важную экологическую нишу в экономике. Принимаемые банками формы непрерывно развиваются, но их функции по большей части остаются неизменными. С точки зрения внешней экономической среды деятельность банков имеет основополагающее значение; они предоставляют услуги по осуществлению трансакций и формируют денежное предложение, обеспечивая ведение коммерческой деятельности. Наконец, они настолько активно участвуют в нашей повседневной жизни, что трудно найти того, кто ничего о них не слышал. Неудивительно, что банковское дело — неотъемлемая составляющая современной мировой культуры.

Одновременно наши современники пылают пламенем неугасимой враждебности по отношению к банкирам. Об этом свидетельствует хотя бы вошедшее в моду словечко *банкстер*, рифмующееся с *гангстером*. Впервые это словцо было вынесено на поверхность волной гнева во время Великой депрессии 1930-х гг. и возвратилось в наши дни вместе с лавиной негодования, обрушившейся на финансовое сообщество. Всеобщая ненависть к банкирам была обусловлена оказанной им государственной поддержкой, а также сохранением высоких денежных доходов, в то время как экономика в целом пребывала в состоянии упадка.

Для того чтобы минимизировать злонамеренные действия банкиров, во всех странах существуют комплексы законов и правил регулирования деятельности

кредитных институтов. При этом основное внимание направлено на недопущение отрицательного воздействия сбоев в функционировании банковской системы на реальную экономику. В особенности правительства стараются избежать ситуации, когда проблемы нестабильности в банковской системе могут привести к возникновению общеэкономических рецессий и депрессий, как это уже неоднократно случалось в истории. В то же время сами банки непрерывно изменяются, причем перемены носят радикальный характер. В результате их деятельность усложняется и приобретает все более универсальный характер. Эта тенденция означает, что регулировать банковскую деятельность с каждым днем становится все сложнее.

Любопытно, но, несмотря на нелюбезные высказывания о деятельности банкиров, звучащая в их адрес критика все же несравнима с той, что обрушивается на инвестиционных менеджеров, утверждающих, что они могут переиграть рынок. Казалось бы, бизнес банкиров не слишком отличается от деятельности менеджеров по инвестициям — в сущности, выдача займов и предоставление кредитов являются рискованными инвестициями. Тем не менее принято считать, что банкиры знают, что делают. Это различие отчасти обусловлено стремлением банкиров держаться в стороне от большинства изменчивых рынков, названия которых то и дело мелькают в заголовках новостей. Вероятно, оно связано еще и с тем, что в отличие от менеджеров хедж-фондов и подобных им личностей банкиры следуют давней, уходящей вглубь веков и высококочтимой традиции, в соответствии с которой целый ряд проблем (обеспечение ликвидности, угроза недобросовестности и систематической ошибки отбора, а также транзакционное обслуживание) в большинстве случаев должен решаться в интересах большинства людей.

Раздражение по отношению к банкирам проявляется в самых разных формах. Как представляется, их не любят за силу и самонадеянность, а также за неприкры-

тое стремление к собственной выгоде. Всякий раз, когда во время банковского кризиса правительство той или иной страны приходит на помощь его виновникам, действуя в интересах самых богатых, прокатывается новая волна общественного негодования.

Одновременно общественность осознает, что банки занимают центральное место в экономической жизни и им присущи трезвость и стремление к безопасности. Публика должна понимать, что те, кто управляет банками, играют важнейшую роль в определении экономических результатов. Руководители банков действительно исполняют руководящую и направляющую роль в обществе в целом.

Исторически банки всегда принадлежали к сфере хозяйственной деятельности, выполнявшей функцию столпа общества и обеспечивавшей занятым в ней людям очень высокое денежное вознаграждение, по крайней мере, в нормальных условиях, когда дела обстоят довольно хорошо. Но в наши дни, по крайней мере в то время, когда я работаю над этой книгой, далеко не все считают получаемое банкирами вознаграждение справедливым.

Происхождение банков

Современная метафора банка — сейф или хранилище золота и денег. Она настолько укоренилась в нашем сознании, что банк интуитивно рассматривается как безопасный и практичный инвестиционный выбор. В действительности же современное понятие «банк» является производным не от слова «безопасный», но от староитальянского (XV в.) *banca* — скамья, стол, на котором средневековые менялы раскладывали монеты перед клиентами. Однако в популярной культуре метафора играет более важную роль, чем этимология слова, и банки по-прежнему занимают часть экологической ниши, непосредственно связанной с совершенно без-

опасным местом, предназначенным для пребывания в нем денег.

Людей всегда будет волновать проблема сохранности денег. Следовательно, всегда будет существовать и спрос на самое безопасное их хранилище. Защита богатства от кражи или пропажи относится к числу фундаментальных проблем, побуждавших людей к действиям с первых дней существования экономики обмена. Даже в наши дни с преобладающим антифинансовым климатом люди с благодарностью воспринимают предоставляемые банками услуги и с доверием относятся к этим институтам.

На протяжении тысячелетий лучшим способом сохранить благородные металлы или драгоценные камни было зарыть их где-нибудь во дворе дома, а не помещать в банк. К сожалению, у первого способа хранения ценностей имеется ряд недостатков. Достаточно вспомнить, например, пьесу Ж.—Б. Мольера «Скупой, или Школа лжи», в которой очень богатый главный герой — Гарпагон — прячет свои деньги, зарыв их в саду. Но Гарпагон беспокоится о сохранности своего богатства и при каждом удобном случае проверяет наличие шкатулки с деньгами. Тем самым он невольно выдает место, «где деньги лежат», и его слуга похищает шкатулку. В наши дни метод сокрытия золота в земле уже не столь безопасен, как прежде, так как место, где оно «покоится», может быть легко установлено с помощью металлоискателя. Проверенные временем методы уже не работают. Нам всем необходим современный институт, предоставляющий услуги безопасного сбережения.

В эпоху Просвещения началось развитие новой метафоры, когда банк воспринимался как древняя цитадель, крепость, укрепленная часть города, наподобие древнегреческого Акрополя. Самые богатые и наиболее влиятельные люди имели возможность помещать в них свои деньги на сохранение. И поэтому строившиеся в течение нескольких столетий здания банков визуально отчасти походили на Акрополь и другие классические здания, типичные для укрепленных частей городов.

Банки как институты, предоставляющие возможность получения безопасного дохода и ликвидность

В случае, когда золото закапывают во дворе или в саду или хранят его в городской цитадели, возникает проблема отсутствия процента на это сокровище. Таким образом, людям пришлось учиться жертвовать абсолютной безопасностью в пользу дохода. Уже в древности возникла практика передачи части «золотого запаса» ростовщикам. В Древнем Риме подобные заведения называли *tabernae argentariae* (буквально — меняльная лавка). Их владельцы, ростовщики и менялы, платили вкладчикам процент на вложенные деньги, извлекая прибыль из назначения более высокой процентной ставки на заимствуемые у них средства. Во время раскопок древних Помпей вблизи городского Пантеона были обнаружены семь таких *tabernae argentariae*, функционировавших в I в. н.э. Они находились в небольших зданиях, выходивших фасадами на улицу. В помещениях меняльных лавок были обнаружены различные монеты. В то время у ростовщика было лишь несколько помощников. Конечно, эти меняльные лавки не идут в сравнение с современными крупными банковскими организациями. Внутри зданий были обнаружены опоры для продолговатых столов, на которых ростовщики вели счет деньгам. Относительно большое количество меняльных лавок означало, что уже тогда вкладчик легко мог диверсифицировать риски, помещая свои средства у нескольких ростовщиков.

Точно так же, как и другие инвестиционные менеджеры, банки являются управляющими инвестициями по поручению своих клиентов, но заявляют о гораздо более высоком уровне безопасности доверенных им средств. В общем случае определяющая характеристика банков состоит в том, что инвестиции клиентов принимают форму вкладов, по которым выплачивает-

ся твердая процентная ставка, а не некий доход неопределенной величины. Соответствующие депозиты, как правило, являются ликвидными средствами; имеется в виду, что деньги могут быть изъяты в любой момент (в худшем случае через короткое время после уведомления о желании вкладчика). Таким образом, вкладчик имеет такой же свободный доступ к банковским депозитам, как и к зарытому в саду золоту, но первая форма вклада существенно превосходит вторую с точки зрения безопасности и ожидаемого дохода.

Вопросы о предлагаемых банками безопасности и доходе нуждаются в дальнейшем изучении. Почему банки могут предлагать сравнительно высокий доход, обеспечивая очень высокую ликвидность при относительно низком риске? Только ли потому, что в случае необходимости им придет на помощь государство, опасаящееся последствий краха банка для экономики в целом? Но банки процветали задолго до того, как государство стало заниматься страхованием размещаемых в них вкладов или оказывать им поддержку в трудные времена.

Банки решают фундаментальную проблему, с которой потенциально приходится иметь дело каждому, кто хотел бы получать доход на свои инвестиции. Если вы, как частное лицо, даете в долг деньги другому частному лицу, которое, в свою очередь, использует их для того, чтобы создать или расширить деловое предприятие или приобрести жилой дом, вы лишаетесь возможности потребовать их возврата с процентами в любой момент времени. Вам придется подождать, пока бизнес не развернется и не начнет приносить прибыль или пока ваш заемщик не сможет продать дом с прибылью. Вероятно, вам также не удастся быстро перепродать свой заем другому инвестору. И поэтому с точки зрения расчета наличными вы оказываетесь со связанными руками — вы утрачиваете ликвидность.

Точно так же и банки не имеют возможности быстро вернуть большую часть своих инвестиций. Для того чтобы обеспечить ликвидность своим вкладчикам, они

пользуются другими средствами, объединяя инвестиции значительного числа вкладчиков. Банки не вкладывают все внесенные на депозиты средства в неликвидные инвестиции. Они держат в ликвидной форме капитал, достаточный для того, чтобы в нормальных условиях обеспечить возврат средств пожелавшим того вкладчикам. В связи с этим каждый имеет возможность внести средства на депозиты, за которыми в дальнейшем встают неликвидные инвестиции; при этом индивидуальные депозиты вкладчиков остаются высоколиквидными. Это похоже на чудо.

Большую часть времени эта система работает так, как и предполагалось. Но она остается уязвимой перед внезапными приступами паники или «набегами» на банки: если люди начинают утрачивать доверие к банку, слишком многие из них могут одновременно пожелать изъять из него свои деньги, что приведет к резкому ограничению предложения ликвидных средств со стороны банка¹. Даже в этом случае и даже в отсутствие страхования депозитов, если государство разрешает банку временно приостановить выдачу вкладов, сохраняется высокая вероятность того, что вкладчики в конце концов получат большую часть принадлежащих им денег после того, как банк конвертирует часть своих неликвидных средств в наличные деньги.

В наши дни банковские регуляторы пытаются ограничить проблему «набегов» на банки, предъявляя к ним требование о поддержании адекватного объема резервов (денежные средства в хранилище или депозиты в других банках, что позволяет немедленно их использовать при любом внезапном изъятии вкладов) и ка-

1. Дуглас Даймонд и Филип Дайбвиг рассматривают вопрос о «набегах» на банки как проблему множественных равновесий в модели, согласно которой банки являются создателями ликвидности; тем самым исследователи предлагают четкое рациональное обоснование существования банков и понимание их уязвимости (Diamond and Dybvig 1983).

питала («подушка» совокупных активов после вычета обязательств, позволяющая исполнить обязательства перед вкладчиками). Предполагается, что в этом случае банкам не придется обращаться за государственной поддержкой. В США с требованиями о создании банковских резервов в самом начале своего существования в 1917 г. выступила Федеральная резервная система (ФРС)². С 1982 г. применяются требования к достаточности капитала американских банков³. История международных соглашений в рассматриваемой нами области начинается с принятия в 1988 г. Базельских соглашений. В 2007 г. Базельский комитет по банковскому надзору в ответ на финансовый кризис внес изменения в некоторые положения соглашений, чтобы в будущем избежать обращений банков за срочной помощью государства. Как и банковское дело само по себе, банковское регулирование год от года становится все более сложным.

Помимо обеспечения ликвидности, банки сталкиваются с еще одной проблемой, возникающей в том случае, когда те, кто стремится к получению более высокого дохода на свои вложения, пытаются осуществить прямые инвестиции. Имеется в виду угроза недобросовестности (морального риска). Если частные лица инвестируют свои средства непосредственно в компании, предоставляя им деньги в долг или приобретая выпущенные ими ценные бумаги, они рискуют быть обманутыми и ограбленными получателями ресурсов. Существует множество способов, используя которые менеджеры делового предприятия могут переправить деньги компании в руки своих друзей, тем самым похищая их у инвесторов. Они могут оплачивать завышенные счета от ком-

2. <http://fraser.stlouisfed.org/publications/bms/issue/61/download/130/section10.pdf>, Table 130.

3. В различных формах требования к капиталу банков действовали в США и до 1982 г.; при этом в стране отсутствовала общегосударственная система систематического и регулярного принуждения банков к их соблюдению. См. Gorton and Winton (1995).

паний-поставщиков, во главе которых стоят их дружки, в ожидании последующего «отката». Они могут злонамеренно разрушить бизнес, в перспективы которого они, возможно, изначально не верили, ликвидируя активы для перенаправления денег своим близким знакомым. Или компания может быть создана специально для выполнения особенно рискованных видов деятельности, когда вероятность получения прибыли невысока, а убытков — весьма значительна. Компания может вообще не заботиться об убытках, поскольку они все равно будут переложены на легковверных «дурачков»-инвесторов⁴.

С другой стороны, многие банки работают на протяжении долгого времени (в некоторых случаях счет идет на столетия) и должны поддерживать свою репутацию. (Несмотря на страхование вкладов, репутация по-прежнему имеет важнейшее значение, так как в успешном банке значительная часть вкладов будет превышать предписанный законом страховой лимит.) По мнению публики, банки имеют огромный опыт в получении информации и умело избегают плохих инвестиций. Но даже в том случае, если банки случайно «промахнутся» и сделают неудачный выбор, их инвестиционные портфели отличаются высочайшим разнообразием. Данная стратегия позволяет банкам, в общем, быть честными и поддерживать репутацию, за исключением действительно серьезных финансовых кризисов, когда некоторые из них разоряются или обращаются за помощью к государству.

Банки решают еще одну проблему, с которой сталкиваются менее квалифицированные инвесторы, — проблему систематической ошибки отбора. Те из инвесторов, кто уделяет недостаточное внимание изучению вложений, с большей степенью вероятности станут жертвами обмана; они неизбежно получают инвестиционные «ли-

4. Akerlof and Romer (1994).

моны», так как более квалифицированные инвесторы расхватают самые лучшие варианты.

Большинство частных лиц не имеет практической возможности оценить степень надежности деловых предприятий, в которые они могли бы вложить свои средства. Конечно, они могут познакомиться с отчетами компаний, публикуемыми в газетах и журналах, или отчетами рейтинговых агентств. Однако подобные публикации достаточно надежны только тогда, когда речь идет о крупнейших компаниях: репортеры или инвестиционные аналитики не слишком заинтересованы, чтобы добираться до оснований, до корней и реально оценивать каждое деловое предприятие, нуждающееся в деньгах для расширения своего бизнеса. Такого рода отчеты не приносят прибыли составителям, так как они не представляют особого интереса для широкой публики и могут привлечь внимание только тех, кто активно интересуется информацией об инвестициях. Более того, всякий раз при выпуске одного из таких отчетов возникает проблема «безбилетника»: получившие доступ к нему будут делиться тщательно собранной конфиденциальной инвестиционной информацией с другими людьми («безбилетниками»), ни копейки не заплатившими за получение этих сведений.

Компании (по крайней мере, крупные) предлагают свои долговые обязательства непосредственно широкой публике. И поэтому некоторые люди стремятся обойтись без посреднических услуг банкиров и осуществляют инвестиции напрямую. Они могут считать такие инвестиции достаточно безопасными, потому что им известно, что аналогичные вложения осуществляют многие другие, предположительно хорошо знающие свое дело инвесторы. Однако здесь они *вновь* оказываются «безбилетниками», полагаящимися на внимательность других инвесторов в долг. Следует учитывать, что эти другие тоже могут оказаться «безбилетниками». В результате может сложиться ситуация, когда *никто* из инвесторов не уделяет должного внимания махина-

циям компании, в которую все они инвестируют свои средства, а очевидным этот факт станет позже (и пугающе быстро), во время кризиса.

С другой стороны, банк поддерживает связи с различными отраслями и в большинстве случаев имеет свои отделения в сообществах, в которых он ведет свою деловую деятельность. Руководители этих отделений поддерживают личные связи с руководителями предприятий, которым банк предоставляет займы, собирают детальную информацию о том, что происходит в компаниях-заемщиках, и досконально оценивают менеджмент — его надежность, реальные мотивы и наиболее вероятное поведение в будущем. В данном случае проблема «безбилетника» в сборе сведений отсутствует, так как банк не придает огласке полученную информацию. Банкиры традиционно отдают предпочтение краткосрочным возобновляемым кредитам и требуют от компаний-заемщиков регулярных отчетов об использовании средств. Менеджеры этих компаний прекрасно осознают, что им необходимо поддерживать хорошие отношения с банкирами. В противном случае риск отзыва кредитов резко повышается.

«Возраст» этих банковских процедур исчисляется веками, потому что они доказали свою действенность, по крайней мере в спокойные времена. И они прекрасно работают, особенно в сравнении с прямыми заимствованиями у публики, в слаборазвитых странах, где количество аналитиков, рейтинговых агентств, газет и журналов, способных оценить инвестиции, совсем невелико. В экономике таких государств банковское дело играет еще более важную роль, чем в развитых странах⁵.

И наоборот, в течение последних десятилетий роль традиционных банков в экономиках более развитых стран снизилась. Это выразилось в сокращении доли кредитов, выданных традиционными банками, в об-

5. Mayer (1990); Mishkin (1996).

щей задолженности⁶. В качестве причин данного явления выделяют повышение качества доступной публичной информации о ценных бумагах, а также снижение уровней «морального риска» и систематической ошибки отбора.

Все большее количество банков будет трансформироваться в более сложные институты. Но традиционный банковский бизнес никогда не исчезнет полностью. Банковская деятельность удовлетворяет множество разнообразных потребностей общества. К тому же банк, несмотря на происходящие сегодня события, является слишком сильным публичным институтом.

Эволюция и будущее банковской деятельности

Начавшийся в 2007 г. глубокий финансовый кризис был вызван вовсе не сбоями в традиционной модели ведения банковской деятельности, а новыми бизнес-моделями, в которых ипотечные кредиты, полученные домовладельцами, не отражались на балансах выдавших их банков и других учреждений, выполнявших аналогичную кредитную функцию, а объединялись в пакеты ценных бумаг и продавались другим инвесторам, в том числе другим банкам. В данном случае мы вновь сталкиваемся с проблемой «морального риска», которую, как предполагается, и должны решать банки.

Регуляторы (прежде всего американские) слишком снисходительно отнеслись к появлению и развитию альтернативных форм банковской деятельности. В результате в течение последних десятилетий сформировалась система «теневой банковской деятельности», которая оказалась вне сферы надзора, применявшегося государством в отношении системы коммерческих банков. Те-

6. Gorton (2010): Chapter 5.

новые банки представляют собой те же самые финансовые институты, но изначально создававшиеся для того, чтобы избежать банковского регулирования, так как они не попадали под определение коммерческих банков. Основное их отличие состоит в способах привлечения денежных средств, используемых затем для кредитования. Достаточно было, чтобы они немного отличались от традиционного приема депозитов.

К таким теневым банкам относились и обанкротившиеся *Bear Stearns* и *Lehman Brothers*. Формально они назывались инвестиционными банками, но находились вне сферы регулирования, применявшегося к коммерческим банкам, так как не принимали депозитов. *Bear Stearns* и *Lehman Brothers* превратились в теньевые банки после того, как они начали *действовать* как коммерческие банки. Еще один пример — структурные инвестиционные компании (*Structured Investment Vehicle, SIV*), создававшиеся коммерческими банками до начала финансового кризиса 2007 г. Инициаторы их создания переводили часть своего бизнеса в структурные инвестиционные компании, считавшиеся отдельными (и нерегулируемыми) хозяйственными единицами.

Теньевые банки могли получать коммерческие секьюритизированные займы или закладные по ипотечным кредитам и заключать с институциональными инвесторами соглашения о сделках покупки ценных бумаг с обязательством последующей их продажи (сделки РЕПО), используя в качестве залога ценные бумаги. Данная практика открывает институциональным инвесторам возможность осуществления ликвидных инвестиций, сходных с депозитами. Следовательно, теньевые банкиры действительно создают деньги. Таким образом, осуществляемая ими деятельность, как и в случае с коммерческими банками, сопровождается риском краха экономической системы в целом⁷.

7. По мнению Г. Гортонa, Федеральная резервная система допустила ошибку, прекратив в 2006 г., накануне финансового кризи-

Появление новых конкурентов оказало неоднозначное воздействие на банковский бизнес, возможно характеризующийся высокой «ценностью права на осуществление деятельности», обусловленной высотой барьеров на входе в отрасль, препятствующих появлению новых конкурентов. Коммерческие банки, воспринимающие необходимость расширения бизнеса как императив, в тех случаях, когда они имеют возможность заняться нетрадиционными видами деятельности (создание субстандартных ипотечных ценных бумаг), начинают вести себя как теневые банки. В результате возникают новые риски для экономической системы, которые могут оставаться незамеченными регуляторами традиционных банков⁸. Это и стало причиной нынешнего финансового кризиса.

Новые инструменты регулирования, особенно принятый в США закон Додда — Франка, призваны обеспечить жесткое регулирование, по крайней мере, значительной части этой теневой банковской деятельности, чтобы не допустить повторения кризиса. Решение данной задачи — медленный и трудоемкий процесс. Регулирующие органы обязаны идти в ногу со временем, чтобы не допустить возникновения проблем с уже появившимися теневыми банками нового типа. Критики финансовой системы имеют все основания для того, чтобы опасаться этой ситуации.

са исчисление и публикацию данных об агрегате М3 денежного предложения, в котором учитывалась часть соглашений о сделках покупки ценных бумаг с обязательством последующей продажи (Gorton 2010). Вместо этого необходимо было расширить круг учитываемых в расчетах М3 сделок с последующим выкупом, что помогло бы ФРС своевременно заметить разрастание спекулятивных «пузырей» и повышение рисков возникновения кризиса.

8. Возникновение этой тенденции отмечалось задолго до начала финансового кризиса 2007 г. См. Marcus (1984).

Демократизация банковского дела

Модель ведения банковской деятельности, последовательно развивавшаяся банкирами на протяжении столетий, представляет собой поистине великую идею. Знающие все ее секреты и тонкости люди затратили немало сил для того, чтобы добиться как можно более широкого ее применения. Это означает, что они способствовали демократизации банковского дела, ведь банки вышли далеко за пределы первоначально отводившейся им роли, заключающейся в обслуживании прежде всего богатых, искушенных в финансах людей. Рассматриваемая эволюция — прекрасный пример того, как финансы выполняют свою роль в ответственном управлении активами общества.

Говоря о демократизации банковского обслуживания, мы можем выделить несколько исторических этапов. В начале XIX столетия в Великобритании было создано несколько сберегательных банков (и один в США). Первоначально они учреждались филантропами как общества взаимного кредита, основное предназначение которых состояло в предоставлении людям с низкими доходами средств и стимулов для сбережений; поэтому в большинстве своем они не приносили прибыли. В том же XIX столетии в Великобритании начинается движение по созданию строительных обществ, а в США — сберегательных и кредитных ассоциаций. И те и другие должны были предоставить людям возможность покупки жилых домов.

В XIX — начале XX в. возникают почтовые сберегательные банки, открывшие возможность сбережения средств жителям всех городов, в которых имелись почтовые отделения. В XX столетии мы стали свидетелями движения по микрофинансированию. Одним из самых ярких его примеров является деятельность банка *Grameen* под руководством Мухаммада Юнуса. *Grameen* специализируется на предоставлении микрокредитов

людям, потребности которых традиционно игнорировались банками⁹. Анализ данных об индивидуальных займах, предоставляемых случайным образом, позволяет сделать вывод о том, что кредитные программы, подобные тем, которые осуществляются банком *Grateen*, ведут к «повышению способности справляться с рисками, упрочению связей в рамках сообщества и расширению доступности неформального кредита»¹⁰. В наши дни микрофинансирование получило дальнейшее развитие на сайте *kiva.org*, позволяющем индивидуальным кредиторам предоставлять при посредничестве институтов микрофинансирования мелкие денежные займы индивидуальным предпринимателям из беднейших регионов мира. Тем самым предприниматели дают возможность вступать в прямой контакт с теми, кто получает выгоду от предоставляемых ими займов.

Демократизация банковского дела — медленный процесс, протекающий на протяжении столетий, выигрывающий от внедрения различных технологических достижений и все еще далекий до завершения даже в наиболее развитых странах мира. В соответствии с результатами исследования ФРС, основанного на данных за 2007 г., 25,1% американских семей, входящих в нижнюю пятую часть населения по уровню доходов, вообще не имеют текущих банковских счетов¹¹. Отсутствие доступа к элементарным банковским услугам означает, что эти семьи испытывают проблемы со сбережением денег, что, в свою очередь, создает трудности, связанные с овладением важными трудовыми навыками,

9. Yunus (2003).

10. Karlan and Zinman (2011). А. Банержи и Э. Даффо сообщают о различных эффектах микрокредитования, включая развитие у части заемщиков самоконтроля и стремления к сбережениям (Banerjee and Duflo 2010).

11. Bucks et al. (2009): Table 6B, p. A18.

высшим образованием для детей и планированием собственного будущего¹².

Предпринимаемые государством усилия по демократизации банковского обслуживания включают в себя стимулирование банков к предоставлению услуг гражданам, получающим низкие доходы, а также автоматическое открытие банковских счетов, на которые производится возврат налогов и поступают социальные пособия¹³. Мы должны рассмотреть еще одну возможность подтолкнуть людей к расширению используемых ими финансовых услуг. Речь идет о своеобразном повторении в наши дни движения, связанного с созданием сберегательных банков в XIX в.

Одним из важнейших достижений двух прошедших столетий были последовательные усилия, направленные на предоставление полного спектра банковских услуг всем слоям населения. Однако полностью решить эту задачу пока не удалось. Демократизация финансов — дорога, ведущая нас к созданию хорошего общества, а демократизация банковского дела — тенденция (по общему признанию, медленно развивающаяся и долгосрочная), которой суждено сыграть важную роль в этом процессе. Кроме того, дальнейшая демократизация банковской деятельности — самое лучшее средство преодоления враждебности к банкирам, испытываемой сегодня значительной частью общества.

12. Barr (2004).

13. Blank and Barr (2009).

Инвестиционные банкиры

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ банкиры — это люди, которые оказывают организациям помощь в продаже новых ценных бумаг. В частности, они помогают компаниям подготовиться к эмиссии предлагаемых инвесторам акций. Если компания впервые продает свои акции, инвестиционные банкиры участвуют в организации так называемого первичного публичного предложения (IPO) этих ценных бумаг. Если компания стремится получить дополнительные денежные средства, увеличивая количество доступных публике акций, инвестиционные банкиры выступают с так называемым опробованным размещением. Так или иначе, инвестиционный банкир помогает компании получить необходимый ей капитал, эмитировать привлекательные для инвесторов акции и управлять рисками.

Отличие чистых инвестиционных банкиров от традиционных банкиров заключается в том, что первые не принимают денежные вклады и не предоставляют займы. Они специализируются на *гарантированном размещении* ценных бумаг — например, новых акций, что предполагает тщательное обследование компании-эмитента, выработку условий выпуска, размещений акций по заявкам долгосрочных инвесторов, подкрепление новой эмиссии своей собственной репутацией и решение множества других задач в целях исполнения административных и регулятивных требований.

Обычно широкой публике незачем вступать в прямой контакт с инвестиционными банкирами, остающимися в значительной мере в тени. Неудивительно, что

на них не распространялась та враждебность, которую значительная часть общества испытывает к финансовым профессионалам. Но только до тех пор, пока кризис не сделал деятельность инвестиционных банкиров открытой для всех. В условиях современного финансового кризиса крупнейшие инвестиционные банковские фирмы (такие, как *Bear Stearns*, *Goldman Sachs* и *Lehman Brothers*) превратились для некоторых людей в объекты ненависти. В действительности же инвестиционные банкиры сыграли важнейшую позитивную роль в создании наших рынков ценных бумаг, включая фондовые рынки. Без инвестиционных банкиров не было бы и всех этих рынков.

Фондовый рынок играет важнейшую роль в экономике. Его значение определяется тем, что компания получает возможность продавать свои акции публике, тем самым вовлекая в экономические начинания большое число людей. Тем самым они получают возможность удовлетворить естественный дух авантюризма и одновременно выбрать степень приемлемого риска потери дохода. Происходит децентрализация капитала, означающая, что его владельцем может стать любой член общества. В случае же корпоративных поглощений отдельные лица или субъекты хозяйствования получают возможность установить контроль над предприятием и управлять им наиболее целесообразным, по мнению владельцев, образом.

Идея выпуска акций предприятия имеет, вероятно, настолько давнюю историю, что она не поддается датировке. Известно, что в Древнем Риме акциями (*lat. partes*) корпораций (*lat. publicani*) торговали на Форуме, вблизи храма Диоскуров. Точные записи о ценах на акции не сохранились, но мы располагаем свидетельствами об обсуждениях их стоимости¹.

1. Ульрике Мальмендир цитирует Цицерона, упоминавшего о *partes illo tempore carissimae* («слишком высокой в то время цене акций») (Malmendier 2005: 38).

Об инвестиционных банкирах того времени нам известно еще меньше. Возможно, что редкость этой профессии и не самый высокий профессионализм исполнителей были важнейшей причиной того, что в древности компании выпускали ограниченное количество акций. Современные методы инвестиционной банковской деятельности были тогда неизвестны.

Новый импульс к участию в акционерном капитале возник в Италии в эпоху Возрождения. Впрочем, даже тогда акционерный капитал оставался не слишком распространенным. Заметным шагом вперед стало учреждение в 1602 г. в Амстердаме голландской Ост-Индской компании. Вскоре, для того чтобы облегчить ежедневную торговлю ее акциями, был создан специальный рынок. Данные о новых акционерах заносились в реестр компании только раз в год, но законодательство разрешало ежедневную торговлю ее акциями. Люди могли приобретать акции и владеть ими на условиях, которые сегодня называются «уличное имя», когда акции находятся в физическом владении и записаны на имя брокера по поручению их собственника-бенефициара. Собственность на акции гарантировалась брокером, даже если компания первоначально ничего не знала о смене их владельца. Ежедневная торговля акциями корпорации оказывала сильное психологическое воздействие. Происходившие день ото дня ценовые колебания получали широкую известность, что, в свою очередь, усиливало интерес к инвестициям. Свобода осуществления вложений, ежедневной продажи и покупки акций вела к возникновению ажиотажа. Таким образом, торговля акциями голландской Ост-Индской компании означала демократизацию и гуманизацию финансов: опыт участия в рыночной торговле приобрели множество людей; владение акциями отчасти удовлетворило предъявлявшийся ими спрос на ликвидность и потребность в чувстве гордости собственника.

Деятельность Амстердамской фондовой биржи стала объектом регулирования после того, как в 1609 г. прода-

жи без покрытия (торговля акциями, взятыми в кредит, даже не принадлежавшими продавцу) привели к волнениям на рынке и торги были на время остановлены. Вскоре в Голландии начали выходить первые газеты, и регулярные публикации в них цен на акции Ост-Индской компании еще больше усилили интерес публики к инвестициям.

Первоначально акционерные компании (компании, совместно принадлежавшие группе людей, право собственности которых удостоверялось акциями) были ограничены в праве эмиссии своих акций. Чтобы организовать первичное публичное размещение акций, каждая корпорация должна была заручиться особым разрешением властей, получить которое было очень трудно. Учредители Банка Англии получили разрешение на его создание как акционерной компании в 1694 г., но одновременно им была предоставлена монополия на акционерное банковское обслуживание. Количество акционеров в других банках было ограничено шестью партнерами, и тем самым остальные банки практически лишались возможности конкурировать с Банком Англии.

Четверть века спустя, в 1720 г. английский парламент еще более ограничил акционерные компании в правах, введя требование о санкционировании (впоследствии оно получило известность как «Закон о „мыльном пузыре“»). В соответствии с ним, любая акционерная компания могла начать деятельность только после получения королевского устава. Возможно, это была попытка поддержать рост цен на акции Компании Южных морей, которая в то время превращалась в очевидный всем «мыльный пузырь».

Со временем давление в пользу демократизации финансов становилось сильнее и количество корпораций все более увеличивалось. В 1826 г. английский парламент ограничил монополию Банка Англии территорией, границы которой простирались не далее чем на 65 миль от Лондона, а в 1824 г. полностью упразднил ее. Это

привело к расширению банковской деятельности в Англии, и в течение двух последующих десятилетий банковские конторы можно было встретить во всех, даже самых маленьких городках².

Демократизация инвестиционной банковской деятельности

Новый импульс к развитию инвестиционная банковская деятельность получила в 1811 г. на другом побережье Атлантики. В штате Нью-Йорк был принят закон о корпорациях, в соответствии с которым право на их учреждение получал каждый, кто смог выполнить соответствующие минимальные заранее оговоренные требования, без каких-либо специальных действий со стороны властей. Кроме того в этом законе была четко прописана ограниченная ответственность для всех корпораций. Тем самым он послужил дальнейшей демократизации финансов. Поскольку в законе четко оговаривалось, что акционеры не несут ответственности за долги корпорации, перед инвесторами впервые открылась возможность диверсификации портфеля и наполнения его акциями большого количества компаний. Прежде, до введения ограниченной ответственности, данный шаг был невозможен, поскольку инвестор рисковал стать ответчиком по возможным судебным искам в отношении компаний. В результате сформировался готовый пул инвесторов, которым инвестиционные банкиры могли бы предложить новые акции. После того как стало понятно, что эта инновация продуцирует устойчивое предложение капитала для вновь открывавшихся производств, она начала быстро распространяться по всему миру.

2. «Modern Banking in Europe», *Bankers' Magazine and Statistical Register* 14 (3): 183–214 (1864), p. 188.

«Отцы» принятого в штате Нью-Йорк закона, вероятно, и не задумывались над тем, что благодаря их стараниям был создан новый вид рынка. Скорее всего, они воспринимали этот правовой акт как творческую реакцию на экономический кризис. Под предлогом антиамериканских действий Англии во время ее войны с Францией в 1807 г. конгресс США ввел эмбарго на торговлю с «островом». К 1811 г. стало очевидно, что запрет на торговлю имел самые печальные экономические последствия для страны, так как Америка была крупнейшим поставщиком хлопка и другого сырья для английских текстильных фабрик. Необходимо было создавать собственное текстильное производство, но желающих заняться строительством фабрик было не слишком много, поскольку было очевидно, что после отмены эмбарго местной продукции придется конкурировать с английскими тканями. И поэтому законопроект мыслился как средство борьбы с продолжавшимся кризисом. Еще в 1784 г. в США был принят закон об автоматической регистрации религиозных конгрегаций. Аналогичные правовые положения были распространены на колледжи и академии с 1781 г., на муниципалитеты — с 1788 г., на библиотеки — с 1792 г., на медицинские общества — с 1806 г. и на платные магистрали — с 1807 г.³ И только к 1811 г. бизнесу в целом удалось добиться аналогичного статуса в нью-йоркском обществе и получить те же самые права. Не менее важно, что в законе четко оговаривалась ограниченная ответственность акционеров этих новых корпораций: они не могли потерять больше, чем количество денег, вложенных в покупку акций.

Полное наименование правового акта звучало следующим образом: «Билль о поощрении изготовления шерстяных тканей, а также тканей из хлопка, пеньки, льна и для других целей». Как оказалось, наиболее важными стали «другие цели», сохраняющие свое значение

3. Seavoy (1972): 89.

и по сей день. И вновь повторим, что необходимость преодоления краткосрочного кризиса привела к внедрению финансовой инновации, вскоре изменившей мир, так как принятый в штате Нью-Йорк закон стал моделью для новых корпоративных законов по всему свету⁴.

Основополагающее понятие свободного оформления корпорации и неограниченная торговля ее акциями обеспечивают получение желанного для всех результата, выражающегося в созидательном применении капитала для осуществления новых идей и создания новых направлений хозяйственной деятельности. Даже если значительную часть этих идей не удастся осуществить, остальные окажутся успешными.

По мнению многих исследователей, торговля акциями в значительной степени напоминает азартные игры. Считается, что эта идея подкрепляется тем «фактом», что большинство субъектов хозяйствования, выставяющих свои ценные бумаги для продажи на фондовой бирже, — крупные компании, далеко не регулярно эмитирующие новые акции. В соответствии с теорией корпоративных финансов, разработанной Стюартом Майерсом, в компаниях сложилась неформальная иерархия новых источников капитала, согласно которой новые эмиссии акций занимают в ней последнее место. Майерс убежден, что для известных корпораций выпуск «опробованных» ценных бумаг — не слишком значимый источник капитала⁵.

Представляется, что утверждения Майерса далеко не столь убедительны, как может показаться на первый взгляд. По мнению Юджина Фама и Кеннета Френча, в то время когда Майерс проводил свои исследования, известные компании действительно довольно редко эмитировали новые акции. Эта финансовая политика полностью соответствовала сложившейся в то время в эко-

4. Moss (2004).

5. Myers (1984).

номике ситуации. В другие периоды времени, включая более близкие к нашему, эмиссия акций — более важный источник нового капитала⁶. Со времен Майерса выпуск акций все шире используется в качестве одной из составляющих пакета стимулов, предлагаемого сотрудникам компаний. Несмотря на то что эти акции эмитируются в особых обстоятельствах, они остаются акциями. Сохранение фирмой способности привлекать капитал все так же зависит от ее оценки рынком.

Инвестиционная банковская деятельность и стимулирование

Каждому из тех, кто когда-либо жил в семье, хорошо известно о том, как трудно мотивировать родных к тому, чтобы они выполняли свои домашние обязанности. Обычно бóльшую часть работы по дому и поддержанию порядка несет на своих плечах один из членов семьи. То же самое, как правило, справедливо и в отношении любой деловой организации. К счастью, с тех самых пор, когда в корпорациях развились фракционные интересы, был найден более лучший способ их учета: с целью вознаградить ключевых лиц за непосредственно исполняемые ими обязанности, используются ее акции либо в форме премий, либо в форме опционов.

Социальная сеть *Facebook* (и одноименная компания) была основана Эдуардо Саверином и Марком Цукербергом. Согласно последним известиям, в настоящее время Саверину принадлежит всего 5% акций компании (первоначально его доля составляла 34%), а доля Цукерберга сократилась с 66 до 24%. Почему участие основателей компании в ее акционерном капитале уменьшилось настолько сильно? Потому что для обеспечения дальнейшего роста компании Саверину и Цукербергу необхо-

6. Fama and French (2005).

димо было привлечь других инвесторов. Почему доля Саверина сократилась в большей степени? Просто «отобрать» у него акции не мог, конечно же, никто. Он потерял большую (в процентном выражении) долю акций компании в результате «разводнения»: для стимулирования новых работников были выпущены новые акции, и Цукерберг получил в качестве вознаграждения большее их количество. Почему? Это очень деликатный вопрос. Одним из факторов, определивших долю Цукерберга, было правовое урегулирование проблемы. В частности, по мнению совета директоров (и его логика понятна), для того чтобы компания двигалась вперед, Саверин нуждался в меньшем стимулировании, чем Цукерберг.

Процесс выпуска компанией новых акций, предусматривающий неравномерное разводнение долей, которыми владеют уже существующие акционеры, может стать одним из самых жестоких полей боя в современных финансах, поскольку он ведет к уменьшению состояний, появлению соперничающих сторон и потворствует политическим махинациям. Возможно, юристам удастся сгладить некоторые острые края и успокоить стороны, но само поле боя останется пространством, на котором очень часто рука об руку идут абсурд и трагедия.

Впрочем, процесс эмиссии акций и стимулирования все равно остается гораздо более управляемым и спокойным, чем вооруженный конфликт. Он открывает возможность для цивилизованного выхода человеческой агрессии. В конце концов, он может привести к повышению эффективности деятельности корпораций, что отвечает интересам общества в целом. В каком-то смысле инвестиционные банкиры являются дипломатами, участвующими в переговорах о взаимопонимании между вступившими в спор сторонами. Достигнутое понимание в конечном счете позволит участникам конфликта наладить сотрудничество и продолжить хозяйственную деятельность. Инвестиционные банкиры — это хранители корпоративного мира и подвижники прогресса.

ГЛАВА 5

Ипотечные кредиторы и секьюритизаторы

МЕСТО для жизни, свой дом или квартира — одна из фундаментальных экономических потребностей. Потребность в жилье возникает, как правило, на начальном этапе жизни семьи, когда у пары рождается (или вскоре родится) ребенок. Очевидно, что на этой стадии молодая семья может испытывать недостаток в доступных ей ресурсах. Финансовая сфера имеет сильный мотив к оказанию помощи тем, кто столкнулся с проблемой жилья. Общество, как мы уже отмечали, весьма благожелательно относится к субсидированию домовладения, рассматривая продвижение ипотечного кредитования как общественное благо.

Тем не менее в наши дни публика, особенно в США, не скрывает своего презрения к деятельности ипотечных кредиторов и секьюритизаторов. Они воспринимаются как виновники финансового кризиса, начавшегося в Америке и охватившего весь мир. Искрой, из которой разгорелось пламя кризиса, стал крах рынка субстандартных ипотечных ценных бумаг в США. Неудивительно, что гнев в отношении кризиса самого по себе распространился на тех, кто предоставлял первоначальные ипотечные кредиты.

Ипотечное кредитование представляет собой процесс заключения сделки между тремя главными сторонами: покупателем жилого дома или квартиры, конечным кредитором и государством, как правило поощряющим приобретение жилья. Каждая из этих трех сторон имеет разные потребности, интересы и временные горизонты.

Эффективный отбор и достижение согласия всех сторон представляет собой проблему, облегчить решение которой позволяют финансовые инновации. В то же время этот процесс способен привести к ошибкам, которые могут иметь катастрофические последствия.

Вплоть до начавшегося в 2007 г. кризиса разработанный в США метод ипотечного кредитования был широко распространен во всем мире. Первый его этап — процесс инициирования ипотечного кредита, когда местное отделение организации-кредитора непосредственно работает с покупателем дома или квартиры для того, чтобы согласовать условия кредита и подписать контракт. Затем инициатор ипотечного кредита продает ипотечное долговое обязательство секьюритизатору ипотеки, который в свою очередь объединяет большое количество этих обязательств в ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (*residential mortgage-backed security — RMBS*). Последние, в свою очередь, могут быть проданы инвесторам.

Инициирование ипотечного кредита

Как представляется, процесс инициирования ипотечного кредита — наиболее «слабое» звено цепочки в целом, поскольку он предполагает заключение сделки между менее информированной в финансовой области стороной, то есть будущим владельцем (-ами) дома, и искушенными в своем деле профессиональными финансовыми представителями. Тем самым возникает высокая вероятность пренебрежения (вплоть до злоупотреблений) интересами заемщиков.

Впрочем, большинство инициаторов ипотечного кредита работают честно, полагая, что высокая репутация — одна из причин того, что они занимаются своим делом. Да и сам процесс инициирования ипотеки наиболее эффективен в тех случаях, когда представители финансовой стороны воспринимают себя как часть сво-

его сообщества, когда их личная честность мотивирует к действиям во благо клиентов. Однако так происходит далеко не всегда. Нередко рассматриваемый нами процесс начинает давать сбои.

Финансовый кризис 2007 г. отчасти может быть объяснен злоупотреблениями в процессе инициирования ипотеки. Имеется в виду, что заемщики либо получали ипотечные кредиты, которые они не могли себе позволить, либо выбирали неправильные виды ипотеки.

Ипотечные проблемы давно известны, и американский конгресс не раз пытался исправить ситуацию. В соответствии с законом Ригла о развитии местных сообществ и изменениях в регулировании (1994 г.), был создан новый субъект права — финансовый институт развития местного сообщества, деятельность которого была направлена на предоставление гарантий защиты лицам, заинтересованным в получении ипотечных кредитов. В настоящее время в местных сообществах создано свыше 1 тысячи таких организаций. Аналогичные цели преследовал и Закон о защите домовладений и капитала (1994 г.), в котором устанавливались стандарты ипотечного кредитования (к сожалению, его положения можно было легко обойти). В то время ипотечным брокерам не нужно было получать лицензии и в отрасли отсутствовал кодекс профессиональной этики. Очень часто брокеры предлагали клиентам ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой на покупку больших по площади домов, умалчивая о высокой вероятности повышения ставок (в этом случае заемщики оказывались неспособны выплатить слишком большой кредит). В настоящее время правительства штатов ввели лицензирование деятельности ипотечных брокеров. В соответствии с принятым в 2010 г. законом Додда — Франка, ипотечным компаниям запрещается стимулировать своих специалистов по кредитованию к продвижению прибыльных для фирмы, но не подходящих заемщикам кредитов. Кроме того, инициаторы ипотеки обязаны убедиться в способности клиентов погасить кредит в установленном порядке.

Предпринимаемые американским государством усилия позволили добиться определенных, но не слишком больших успехов. Особенности процесса ипотечного кредитования таковы, что государство просто не имеет возможности разглядеть все нюансы и определять политику. Слабости рынка инициирования ипотечных кредитов, а также недостатки поведения участников отдельно взятых рынков отражают реальные изъяны современной финансовой системы и представляют собой основную площадку для поиска и применения инновационных решений.

Американские собственники жилья могут обратиться за советом в различные некоммерческие организации (например, Центр ответственного кредитования и Центр общественной самопомощи). Но большинство подобных организаций невелики по размерам и не способны охватить всех заемщиков. Если мы стремимся реформировать финансы так, как должно, необходимо, по крайней мере, помнить о возможности расширения деятельности подобных инициатив «снизу» по оказанию помощи гражданам.

Секьюритизация ипотеки

Следующий шаг в процессе ипотечного кредитования заключается в том, что инициаторы ипотеки продают свои индивидуальные кредиты на приобретение жилья ипотечным секьюритизаторам, получающим возможность объединять их в форме, позволяющей инвесторам помещать эти пакеты в свои портфели. Затем часто делается еще один шаг: ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (RMBS), в свою очередь, передаются в доверительное управление, что позволяет осуществить эмиссию облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (collateralized debt obligations, CDO), основывающихся на ипотечном кредитном пуле. Массив CDO подразделяется на части (транши) в соответствии с вос-

принимаемой способностью выплаты долга держателями базисных ипотечных кредитов; в случае отказа от исполнения обязательств по части из этих ипотечных кредитов первым оплачивается старший транш, за ним второй, третий и т. д. Транши с разными уровнями риска и, соответственно, разной стоимостью создаются для привлечения разных типов инвесторов. Последний из траншей — остаточный, или на принятом в отрасли жаргоне «токсичные отходы», — наиболее рискованный, он выплачивается только в том случае, если по нескольким из базисных ипотечных кредитов объявлен дефолт. Его держатели вообще не получают дохода. Все эти транши, за исключением последнего (токсичных отходов), который остается у секьюритизатора, продаются инвесторам.

Было бы логично предположить, что вероятность отказа от исполнения обязательств по первому (старшему) траншу невелика. И поэтому до начала финансового кризиса агентства, специализировавшиеся на составлении рейтингов ценных бумаг, не задумываясь, присваивали этим траншам наивысшие оценки AAA. Следовательно, их без труда можно было продать конечным инвесторам.

После краха ценных бумаг, обеспеченных субстандартными ипотечными кредитами, который вызвал «эффект домино» по всему миру, к секьюритизации как таковой стали относиться с большим подозрением. В механизме, разработанном в начале 2000-х гг., произошел какой-то сбой.

В конечном итоге многие из оцениваемых на AAA облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO), потеряли значительную часть первоначальной стоимости. Рейтинговые агентства, подобно многим преподавателям, не жалеющим своим ученикам оценок А, стали слишком самодовольными и присваивали слишком много высших рейтингов. Фальшивыми оказались не только рейтинги, но и вся основывавшаяся на них система.

Однако мало кому известно, что даже в период кризиса и система подразделения ценных бумаг на транши, и рейтинговая система функционировали достаточно хорошо. Недавно закончившая аспирантуру Йеля Сан Янг Парк (сотрудница Корейского высшего института науки и техники), основываясь на данных проведенного ею исследования, пришла к выводу, что, вопреки сложившемуся представлению, на 2011 г. убытки, вызванные дефолтом по базисным ипотечным кредитам, принесла очень небольшая часть (0,17%) основной суммы американских траншей субстандартных ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, эмитированных в 2004–2007 гг. и получивших рейтинг AAA¹. Новости, в которых сообщалось, что владельцы некоторых субстандартных ценных бумаг с рейтингом AAA понесли серьезные убытки, вызванные дефолтом, а также о значительных убытках, связанных с траншами с низкими рейтингами и о существенном снижении рыночных цен, привели к тому, что у людей сложилось ложное впечатление относительно несостоятельности траншевой системы в целом².

-
1. Park (2011). Конечно, по рыночной стоимости этих ценных бумаг был нанесен гораздо более сильный удар, обусловленный возможностью значительных потерь в будущем. В заключительном докладе Комиссии по расследованию причин финансового кризиса правительства США подчеркивается, что 83% траншей ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, которым агентством Moody's был присвоен рейтинг AAA, в конечном итоге получили более низкие оценки, следствием чего стало снижение их рыночной цены. Но понижение рейтингов отнюдь не обязательно отражает все последствия убытков, вызванных реальными отказами от исполнения обязательств. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): xxv.
 2. Весьма здравая точка зрения на природу диспаритета между реальными убытками от дефолта и рыночной паникой содержится в обзоре Гэри Гортон (Gorton 2011), посвященном публикациям Майкла Льюиса (Lewis 2010) и Грегори Цукермана (Zuckerman 2009). См. также Gorton and Ordoñez (2012).

Ипотечная секьюритизация была изобретена американским государством. Впервые ипотечные бумаги были эмитированы предприятиями, пользующимися государственным финансированием (government-sponsored enterprise — GSE): Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation или *Freddie Mac*) в 1971 г. и Федеральной национальной ипотечной ассоциацией (Federal National Mortgage Association или *Fannie Mae*) в 1981 г.³ Поначалу казалось, что все шло хорошо. Тем не менее в 1980–2007 гг. годовые темпы роста ипотечных кредитных рисков *Freddie Mac* и *Fannie Mae* составляли 16%⁴.

Впоследствии оба эти предприятия обанкротились, и в 2008 г. после краха цен на жилье, когда имущество стало переходить залогодержателям и разразился финансовый кризис, они перешли под внешнее управление государства. Ни *Freddie Mac*, ни *Fannie Mae*, как предприятия с государственным участием, не допускали и мысли о возможности столь значительного снижения цен на жилую недвижимость, а значит, у них отсутствовали и планы действий в изменившейся обстановке. Наряду с так называемыми системообразующими частными фирмами, *Freddie Mac* и *Fannie Mae* были «слишком крупными, для того чтобы рухнуть». Государство не имело права допустить их краха, так как это могло отрицательно отразиться на состоянии экономики в целом; было очевидно, что правительство США неизбежно придет на выручку, используя деньги налогоплательщиков. Следует отметить и отсутствие должного надзора над деятельностью Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита и Федеральной национальной ипотечной ассоциации, выразившееся в предоставлении возможности агрессивного использо-

3. Государственная национальная ипотечная ассоциация (Ginnie Mae) эмитировала некоторые виды ипотечных ценных бумаг еще в 1968 г. См. Fabozzi and Modigliani (1992).

4. Acharya et al. (2011).

вания преимуществ, основывавшихся на неявных государственных гарантиях⁵.

Почему система пришла к ужасному краху? Он стал результатом комбинированного воздействия целого ряда факторов. Первым и основным было едва ли не всеобщее допущение о невозможности падения цен на жилье. Если вы разделяете это убеждение, вы с неизбежностью придете к заключению о том, что ипотечные ценные бумаги являются в высокой степени безопасной инвестицией: если кто-либо откажется от погашения ипотеки, кредитор просто обращает взыскание на недвижимость и продает жилой дом для того, чтобы вернуть непогашенный остаток. В действительности же в большинстве случаев кредитору не приходилось даже заниматься обращением взыскания, так как домовладелец, утративший возможность обслуживать ипотеку и слегка «подталкиваемый» кредитором, сам выставлял дом на торги, избегая судебного иска.

В течение нескольких лет, предшествовавших финансовому кризису, я часто задавался вопросом: почему так много людей уверены в том, что цены на жилые дома не подвержены падению? С моей точки зрения, невиданный прежде быстрый подъем цен в этой сфере в 1997–2006 гг. означал надувание жилищного «мыльного пузыря», который мог в любой момент лопнуть, после чего неизбежно должно было произойти резкое падение цен. Создавалось впечатление, что участники ипотечной отрасли не допускали возможности подобного развития событий. Я спрашивал некоторых из них, почему они уверены в одностороннем движении цен вверх? Иногда мне отвечали, что начиная с Великой депрессии цены на жилую недвижимость только росли. Но депрессия была слишком давно и больше не играла никакой роли. Излишне вспоминать, что мои собеседники ошибались.

5. Ibid.

В те дни меня мучила еще одна загадка: в чем состояла причина резкого повышения роли рынка ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS), если до начала 1970-х гг. люди вообще не испытывали потребности в нем? Мы знаем, что секьюритизаторы создавали новые инвестиционные инструменты на основе ипотечных кредитов. И здесь возникает вопрос: в чем заключается разница между инвестициями в ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой, и вложениями в акции банков, предоставивших эти ипотечные кредиты, как это происходило до того, как *Freddie Mac* и *Fannie Mae* начали эмитировать первые?

В большинстве стран мира секьюритизация никогда не пользовалась особой популярностью. В США она набрала силу благодаря мощному импульсу, который придала ей государственная поддержка. В отсутствие субсидий, эффективно предоставляемых правительством США через *Freddie Mac* и *Fannie Mae*, в остальных странах мира ипотечная секьюритизация практически не использовалась⁶.

Перед кризисом 2007 г. специалисты по теории финансов считали ипотечную секьюритизацию очевидной инновацией. Говоря абстрактно, секьюритизированная ипотека представляет собой способ решения проблем

6. Канадская корпорация жилищного строительства и ипотеки (СНМС) во многом напоминает «Фредди Мак» и «Фанни Мэй». Она специализируется на страховании ипотек и покупке консолидированных ипотечных кредитов, которые перепродают публике в форме собственных облигаций. В настоящее время ни о каком банкротстве корпорации не может быть и речи, ввиду отсутствия признаков краха на рынке жилой недвижимости в Канаде. Однако в будущем такая возможность существует, что вызывает определенную озабоченность. В относительно небольших масштабах ипотечную секьюритизацию осуществляет и Японское агентство финансирования жилищного строительства. В большинстве остальных стран мира предпринимались ограниченные попытки ипотечной секьюритизации. Как правило, инвесторы «остаются» в ипотеке косвенным образом, владея акциями ее инициаторов.

информационной асимметрии, и в частности «проблемы лимонов»⁷. Она заключается в неприятии многими людьми любых покупок на рынке уже использовавшихся товаров, например подержанных автомобилей. Теоретическое объяснение этой проблемы было предложено Джорджем Акерлофом. Потенциальные покупатели исходят из того, что не имеют возможности оценить наличие дефектов в заинтересовавшем их товаре и рискуют остаться с некачественной вещью, барахлом. Продавцу известно качество отдельного взятого товара, а покупателю — нет (по крайней мере, если он не прибегает к дорогостоящим усилиям, чтобы узнать о наличии дефектов)⁸. Вкратце, в соответствии с теорией Дж. Акерлофа, если вы считаете, что продавец намеревается сбыть вам товар низкого качества, вы не готовы заплатить за него больше самой низкой цены. В результате продавец даже не пытается предложить хорошие вещи, и рынок становится сосредоточением товаров низкого качества. Вот почему люди стремятся оставить в семье хорошие, с их точки зрения, подержанные автомобили, предлагая соответствующему рынку исключительно «лимоны»⁹. Вследствие этого формируется плохо функционирующий рынок.

В опубликованной задолго до наступления кризиса статье «Секьюритизация: дешевый заменитель сахара для лимонов» Клэр Хилл убедительно показала, что важнейшим основанием секьюритизации и функционирования рынка облигаций, обеспеченных долго-

7. Lemon — (амер., разг.) ненужная вещь, барахло. — Примеч. ред.

8. Согласно предположению Франко Модильяни и Мертона Миллера, инвесторы не должны расходовать имеющиеся у них ресурсы для получения информации об активах, в которые они осуществляют инвестиции (Modigliani and Miller 1963) В 2001 г. Джордж Акерлоф стал одним из лауреатов Нобелевской премии по экономике. Эту награду принесла ему опубликованная в 1970 г. статья, в которой исследователь подробно обосновывает положение о том, что в некоторых случаях информационная асимметрия препятствует созданию и развитию рынков.

9. Akerlof (1970).

выми обязательствами (CDO), является их способность помочь решить «проблему лимонов»¹⁰. Консолидирование ипотечных кредитов в ценные бумаги, которые оцениваются независимыми рейтинговыми агентствами, и разделение ценных бумаг компании на транши, позволяющие специализированным оценщикам выполнять свою работу, эффективно снижает риск инвесторов, заключающийся в том, что их портфели могут оказаться полными «лимонов». Они должны иметь возможность доверять старшим траншам CDO больше, чем любому пакету ипотечных кредитов или любой акции института, специализирующегося на ипотечном кредитовании (представляющего собой сложную, трудную для понимания структуру).

Хилл предложила теоретическое обоснование того, чем хороша была идея разделения секьюритизированной ипотечной задолженности на транши. На практике она оказалась не столь великолепной. Но основная причина сбоя в механизме заключалась в ошибочном допущении, из которого исходили все (включая рейтинговые агентства), что цены на жилую недвижимость никогда не снижаются. Реальная проблема заключалась в этом, а логика теории Клэр Хилл была безупречной.

Вот она, вечная беда финансов. Мы можем создавать прекрасные модели и теории предоставления финансовых продуктов, но из-за человеческих слабостей мы всегда остаемся уязвимыми перед «мыльными пузырями», которые неизбежно «лопаются».

Широкое распространение ипотечной секьюритизации в США отчасти было обусловлено регулятивным арбитражированием, когда деловые предприятия стремились во всем угодить регуляторам, а бюрократы не задумывались о последствиях вводимых ими правил.

Следствием достижения в 1988 г. соглашения «Базель I», в котором впервые были установлены важней-

10. Hill (1997).

шие стандарты регулирования деятельности международных банков, стало предъявление к ним требований к достаточности капитала, увязанных с формулой расчета взвешенных по уровню кредитного риска активов. Банки должны иметь больше капитала и ограничивать кредитование в случаях, когда их инвестиции включали в себя относительно рискованные активы; при этом уровень риска оценивался по упомянутой выше формуле. При этом регуляторы допускают исполнение ловкого трюка: банк, иницирующий ипотечные кредиты (имеющие высокий вес с точки зрения риска и значительно увеличивающие его взвешенные по риску активы), имеет возможность консолидировать их в ценные бумаги и продавать в обмен на любой другой актив — даже на большие по объему ипотечные кредиты. Продажа долговых обязательств освобождает банк от требований к достаточности капитала и позволяет эмитировать еще больше ипотечных ценных бумаг. В соответствии с американским законодательством, банк может пойти еще дальше и приобрести высокорейтинговые ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (RMBS), исходя из того, что они почти безрисковые. В итоге может оказаться, что банк, в сущности, становится держателем тех же самых долговых обязательств, с которых начинался процесс, но используемая регулятором формула определяет происшедшее изменение как значимое. И поэтому осуществляющие эту стратегию банки пользуются большей свободой в осуществлении кредитной политики¹¹.

Стремление банков к созданию ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS), отчасти было обусловлено тем, что они позволяли избежать контроля над капиталом. В 2001 г. Федеральная корпорация по страхованию вкладов, Федеральная резервная система (как контролер денежного обращения) и Управле-

11. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): 196.

ние надзора за сберегательными учреждениями объявили о введении нового регулятивного требования (получившего название «правила регресса»), в соответствии с которым банки специально поощрялись к тому, чтобы держать секьюритизированные ипотечные долговые обязательства, а не собственно ипотечные долговые обязательства. Для исчисления показателя взвешенного по риску капитала, используемого для определения требований к капиталу банков, любым секьюритизированным ипотечным долговым обязательствам с рейтингами AAA или AA присваивался вес риска на уровне 20%, в то время как ипотечным долговым обязательствам обычно присваивался вес риска на уровне 50%. Рассмотрим, что это означает, например, для двух банков, предоставляющих большую часть займов в форме ипотечных кредитов. Предположим, банки практически идентичны и объем их кредитных портфелей, учитывая текущий капитал, в точности таков, чтобы соответствовать требованиям регуляторов. Допустим, что каждый из банков выпускает на основе части своих ипотечных долговых обязательств ценные бумаги с рейтингом AAA, а затем они производят обмен этими пакетами друг с другом. Вам может показаться, что никаких существенных изменений в положении банков не произошло. Но это не так. Поскольку требования к банковскому капиталу основываются на оценке взвешенных по риску активов, а ценные бумаги относятся к классу активов, отличному от того, к которому принадлежали изначальные ипотечные долговые обязательства, происходит ослабление регулятивных рамок и банки получают возможность увеличить объем кредитования клиентов.

Вы спросите, возможно ли, чтобы регуляторы были настолько глупы и не видели возможных катастрофических последствий этой практики? Нет, там работают далеко не дураки. Но регуляторы действовали исходя из допущения о надежности рейтинговых агентств — допущения на основе ощущения, что исследование данного вопроса находилось вне сферы компетен-

ции регуляторов, поскольку они никак не воздействуют на деятельность этих агентств. Следует упомянуть и о политических ограничениях, так как регуляторы следовали правилам, которые должны были быть согласованы на национальном уровне, но в конечном счете основывались на международных соглашениях. В общем, проблема заключалась отнюдь не в недомыслии; скорее всего, она была связана с разграничением обязанностей и координацией усилий различных групп людей.

Нельзя сказать, что все так уж плохо: в будущем необходимо исправить многие детали процесса ипотечного кредитования и усовершенствовать участвующие в нем институты. В принципе, если бы агентства предоставляли точные рейтинги ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS), если бы была принята во внимание возможность краха цен на жилье и если бы регуляторы не предоставляли никаких особых преимуществ держателям этих ценных бумаг, то система в целом могла бы функционировать и дальше.

Кризис обнажил недостатки процесса секьюритизации, а теперь они будут исправлены. Общественные выгоды секьюритизации ипотечных долговых обязательств не столь заметны, так как они принимают форму более низких процентов по кредиту для домовладельцев. В то же время люди не имеют четкого представления о том, какой могла бы быть величина этих процентов в отсутствие выгод от секьюритизации. Более того, они даже не задумываются о том, что могли бы вообще лишиться крыши над головой, что во многом благодаря секьюритизации они пользуются ценными для них вещами (например, возможностью жить в собственном доме со времени рождения детей).

Несмотря на то что инновационные ипотечные продукты, к сожалению, прямо ассоциируются с финансовым кризисом, нам важно поощрять поток финансовых инноваций, создавать новые и совершенствовать уже имеющиеся ипотечные институты. У творческих личностей, занятых в ипотечных финансах, впереди мно-

го, очень много работы, связанной с необходимостью улучшения сделок, заключаемых сторонами ипотечных контрактов. Предварительная разработка последних позволит сделать их более гибкими в интересах домовладельцев¹². Следует упомянуть и о возможности ипотечных финансовых инноваций других типов, таких как соглашения об общей долевой собственности, подобные долевым правам собственности на жилую недвижимость, предложенные Джоном О'Брайеном (они позволяют домовладельцам продавать права собственности на нее), или партнерства рынка жилой недвижимости, пропагандируемые Эндрю Каплиным и его коллегами (возможность приобретения жилых домов в партнерстве с институтами)¹³.

Трудности, с которыми пришлось столкнуться во время финансового кризиса ипотечным кредиторам, служат предостережением, что в будущем мы можем оказаться в еще более непростой ситуации. Но инициаторы ипотеки и секьюритизаторы сохранят свою работу (хотя, возможно, их функции претерпят некоторые изменения), так как они помогают людям успешно решать базисную экономическую проблему. В следующий раз мы добьемся большего успеха, поскольку уже не верим в непоколебимость цен на жилье. Процесс обучения на финансовых рынках оказался весьма болезненным, но его конечным результатом будут лучшие финансовые институты.

12. Shiller (2008).

13. Davis (2006); Caplin et al. (1997).

ТреЙдеры и маркетмейкеры

КЛАССИЧЕСКИЙ пример трейдера — это специалист традиционной фондовой биржи, стоящий на полу в том месте ее главного зала, где ведется торговля интересующими его ценными бумагами; продающий принадлежащие ему лично бумаги и покупающий их для себя с целью поддержания организованного рынка. Но этот специалист — один из многих людей, круг должностных обязанностей которых включает в себя поминутную торговлю. Кроме маркетмейкеров (организаторов торговли) существуют исполнительные трейдеры, помогающие другим осуществлять эффективные трансакции по хорошим ценам, не вызывая на рынке волнений, способных поставить их самих в невыгодное положение. Необходимо упомянуть о проп-трейдерах, торгующих за свой собственный счет и извлекающих прибыль из краткосрочных изменений цен (включая рисковое арбитражирование), то есть зарабатывая на разнице цен, существующих на различных рынках. Поскольку фондовые биржи мира во все большей степени становятся электронными, большинство трейдеров никогда не видели ни биржевого зала, ни его полов и не считают себя ответственными поддерживать организованный рынок. Но их совместные усилия приводят к тому, что рынки становятся более организованными, а складывающиеся на них цены более точно отражают истинные ценности различных бумаг.

В современных условиях на трейдеров обрушивается самая высокая волна враждебности со стороны пуб-

лики, так как они даже не пытаются произвести впечатление, что их деятельность идет во благо общества. Они просто покупают и продают, стараясь заработать. Деятельность трейдеров ассоциирует у людей с азартной игрой, и успехи тех из них, кто сумел отличиться в торговле, вызывают раздражение.

Трейдеры значительно отличаются от менеджеров по инвестициям, управляющих крупными инвестиционным портфелями, формируемыми на протяжении нескольких лет по поручению и в соответствие с долгосрочными целями клиентов. Трейдеры подвергают себя риску каждую минуту каждого рабочего дня, преследуя исключительно собственную выгоду.

В какой-то степени в подобной краткосрочной торговле в определенные моменты жизни участвует каждый из нас. Кто-то обнаруживает, что противостояние с некими людьми влечет за собой неприятности и он должен заключить с ними сделку. При этом человек задает себе вопросы: мы действительно находимся в хороших отношениях? Утаиваю ли я информацию, чтобы получить преимущество перед контрагентом? Трейдерам приходится отвечать на эти и другие вопросы в течение всего рабочего дня.

Общество, безусловно, нуждается в трейдерах. Рыночной экономике не обойтись без людей, готовых покупать и продавать необходимые всем товары. В этом смысле трейдеры ничем не отличаются от торговцев поддержанной мебелью или металлоломом.

Те, кто посвятил торговле большую часть своей жизни, приобретают «мягкий» профессионализм, усваивают практическую этику, позволяющую воздерживаться от действий, способных вызвать гнев других. Шарль Монтескье писал в книге «О духе законов» (1748): «Дух торговли порождает в людях чувство строгой справедливости; это чувство противоположно, с одной стороны, стремлению к грабегам, а с другой — тем моральным добродетелям, которые побуждают нас не только преследовать неуклонно собственные выгоды, но и по-

ступаться ими ради других людей»¹. Давно осмыслив используемые методы, трейдеры, скорее всего, со скукой воспринимают гнев и раздражение, нередко выплескиваемые их контрагентами, воспринимающими те или иные действия как ненадлежащее обращение; для опытных трейдеров это не более чем чистый и простой бизнес.

Те, кто посвятил всю свою жизнь трейдингу, приобретают экспертные знания, составной частью которых является интуитивная оценка рыночных сил. Другие финансисты весьма уважительно относятся к трейдерам как к особой «породе» специалистов и часто консультируются с ними при принятии важных решений. Заявление о том, что трейдеры должны обладать экспертными знаниями, никоим образом не противоречит идее, согласно которой рынки являются в основном эффективными. По крайней мере, нам не известны сколько-нибудь признанные теории, в которых обосновывалась бы невозможность получения нормальной прибыли в трейдинге. Последний представляет собой необходимый для рыночной экономики вид деятельности, а значит, экспертные знания в трейдинге должны приносить нормальную прибыль.

Экспертные знания трейдеров включают в себя и такую составляющую, как умение «перехитрить» других людей. Понимание такого рода вещей — условие их собственного выживания. Профессионализм трейдеров может диктовать им необходимость проявления сдержанности, когда речь заходит об этих вопросах. В любой профессии имеются определенные темные стороны. Нельзя сказать, что их поведение неэтично, но оправдать его перед «людьми с улицы» довольно трудно.

1. Montesquieu (1773 [1748]): Volume II, Book XX, Chapter II, p. 2.

Трейдеры как менеджеры системы финансового вознаграждения

Благодаря существованию трейдеров финансовые рынки практически мгновенно реагируют на происходящие события. Повышение цены акций компании означает, что вознаграждение получают все, кто поставил на ее рост. Одна из особенностей профессии трейдеров состоит в том, что их деятельность вознаграждается незамедлительно, побуждая продолжать это занятие.

Рынки, на которых присутствуют трейдеры, являются своего рода «оценочной машиной», используемой для определения ценности различных действий в непрерывно изменяющейся внешней среде, а также обеспечивающей очень быструю обратную связь и возможность внесения корректив в форме значимых движений цен.

По словам нейробиолога Рида Монтегю, «механизмы оценки стали неизбежным следствием способности различных форм жизни к передвижению»². Таким механизмом, а также стремлением к получению оценок обладают даже простейшие подвижные микроорганизмы. Монтегю отмечает, что, например, одноклеточные бактерии кишечной палочки (*Escherichia coli*) располагают механизмом оценки концентрации в жидкой среде аспарагиновой кислоты, которой они питаются, а также механизмом, позволяющим *E. coli* двигаться в направлении ее более высокой концентрации. Человеческий мозг — гораздо более сложное образование, но «кирпичики», из которых он построен, имеют несомненное сходство с одноклеточными микроскопическими организмами наподобие кишечной палочки. Как мозгу удастся столь искусно координировать взаимодействия всех этих агентов?

Одна из теорий, посвященных ответу на этот вопрос, называется «гипотеза дофаминовой синхронизации»

2. Montague (2007): 119.

(предложена количественными психологами Рэндалом О'Рейли, Дэвидом Ноэлем, Джонатаном Коэном и Тоддом Брейвером)³. В ней рассматривается дофаминовая система, находящаяся в стволовой области головного мозга, но благодаря длинным аксонам посылающая сигналы в различные его части.

Дофаминовая система откликается на подкрепление (вознаграждение) и оценивает степень того, насколько благоприятной является внешняя среда. Хорошо известно, что эта система направляет сигналы в большое количество различных областей мозга, включая префронтальную кору, представляющую собой центр интеграции информации и оказывающую помощь в сохранении целей и осуществлении ассоциирующихся с ними действий⁴. Не так давно было открыто, что дофаминовая система подкрепления пронизывает «серое вещество едва ли не каждого подраздела мозга»⁵.

Нейробиолог Вольфрам Шульц, отслеживавший сигналы, исходящие из дофаминовой системы, показал, что она откликается только на неожиданности — только на *непредвиденное* вознаграждение⁶. Более того, система реагирует не на реальное доставляющее удовольствие событие (скажем, утоление голода), но уже на информацию о его возможности. Таким образом, если мозг получает непредвиденный сигнал об ожидаемом удовольствии, дофаминовая система передает различным его частям усиленный комплекс сигналов. В момент, когда событие происходит в действительности, сигнал отнюдь не усиливается, но сохраняется на нормальном

3. O'Reilly et al. (2002).

4. Было обнаружено, что некоторые дофаминовые нейроны, входящие в анатомически различимую вторую дофаминовую систему, стимулируются не столько подкрепляющими, сколько вызывающими отрицательную реакцию аверсивными событиями. См. Brischoux et al. (2009).

5. Vickery et al. (2011): 166.

6. Schultz et al. (1997).

естественном уровне. С другой стороны, если мозг находится в предвкушении удовольствия, но не получает его, в момент обнаружения этого уровень сигналов дофаминовой системы падает до необычно низких значений⁷.

В соответствии с гипотезой дофаминовой синхронизации, исходящие из дофаминовой системы стимулы к получению подкрепления «выключают» информационную защиту. Реакция на это событие префронтальной коры заключается в выборе специфической матрицы нейронной активности. Префронтальная кора закрепляет выбранную матрицу в качестве цели, а затем использует цель как основу для передачи сигнала другим областям мозга.

Поскольку сохранение информации о подкреплении происходит в дофаминовой системе во многом так же, как это имеет место на фондовой бирже, то функционируют они аналогичным образом. Если компания объявляет о намерении выплатить акционерам новый особый дивиденд, после получения этого сообщения трейдеры немедленно взвинчивают цены на соответствующие ценные бумаги. Таким образом, они посылают всему миру сигнал о повышении ценности акций компании, точно так же, как дофаминовая система направляет сигнал человеческому мозгу. Если компания в назначенную дату действительно осуществляет выплату дивидендов на акции, цена на эти ценные бумаги так уже не повышается. Как и в случае с дофаминовой системой, биржа реагирует в момент поступления информации о будущем вознаграждении, а не в момент его получения.

Таким образом, имеет место поразительное сходство между графиками Шульца, отображающими сигналы, исходящие из дофаминовой системы, в период, включающий в себя несколько секунд до и несколько секунд после момента получения информации о грядущем вознаграждении, и графиками ежедневной доходности цен

7. Schultz (1998). См. также Glimcher (2011).

на акции в моменты непосредственно предшествующие объявлениям о специальных дивидендах и сразу после них (такие исследования осуществляются финансовыми аналитиками в рамках «изучения события»)⁸. Как и в случае с дофаминовой системой вознаграждения, цены на акции прыгают вверх при получении информации о назначении дополнительных дивидендов, а не в момент их выплаты. Этот мгновенный отклик на новую информацию — в точности то, что необходимо для успешного функционирования системы вознаграждения как в человеческом мозге, так и в экономике.

Так называемая параллельная эволюция способна приводить к развитию схожих механизмов или структур у различных видов. Например, известно, что в прошлом на Земле жили саблезубые тигры и саблезубые сумчатые, у которых полностью независимо друг от друга развились схожие костные образования в ротовой полости. Еще один аналогичный пример — муравьи и термиты. Эти насекомые эволюционировали отдельно друг от друга, но у них сформировались схожие сложные колониальные структуры. И те и другие строят собственные жилища. Усовершенствование системы вознаграждения в процессе экономического развития, во многом напоминающее аналогичный процесс в человеческом мозге, можно рассматривать как параллельную эволюцию.

Высокочастотный трейдинг

«Скорострельный» электронный трейдинг вызывал немалые опасения задолго до наших дней. В 1847 г. автор газетной статьи сетовал на то, что «посредством магнитного телеграфа из Нью-Йорка поступили распоряжения о продаже, следствием чего стало падение рынка, который закрывался необычно тяжело — много продав-

8. Ср.: Brickley (1983) и Schultz (1998).

цов и мало покупателей»⁹. Уже в середине XIX столетия информация могла передаваться со скоростью электрического сигнала.

И это было только началом очевидных аномалий, с которыми мы сталкиваемся благодаря тому, что сегодня называют высокочастотным или миллисекундным трейдингом. Приведем несколько более близких по времени примеров. В «черный вторник» 6 мая 2010 г. промышленный индекс Доу-Джонса внезапно упал на 9% только затем, чтобы через несколько минут восстановиться до прежних значений. Согласно результатам «вскрытия» этого «мгновенного обвала», произведенного Комиссией по срочной биржевой торговле и Комиссией по ценным бумагам и биржевым операциям (SEC), крах был вызван поступлением всего одного приказа на продажу в объеме 4,1 миллиарда долларов, исполненного с использованием автоматического алгоритма продажи, и внезапным прекращением покупок высокочастотными трейдерами¹⁰. Впрочем, события такого рода являются проявлениями болезни роста, где бы ни внедрялись новые технологии; их количество должно уменьшаться по мере того, как участники рынка будут приобретать необходимый опыт, а регуляторы научатся сокращать вероятность возникновения подобных инцидентов.

С появлением и распространением электроники изменилась скорее организация информации, чем скорость трейдинга. Использование компьютеров привело к упрощению сбора, сопоставления и хранения информации об инвестициях. С этим связана и другая, гораздо менее важная выгода, которая состоит в увеличении скорости торговли. В конкурентном мире скоростной трейдинг превращается в одно из условий сохранения конкурентоспособности, но он никак не влияет на ба-

9. „Commercial Summary“, *The Sun* (Baltimore), February 13, 1847, p. 4.

10. U.S. Commodities Futures Trading Commission and Securities and Exchange Commission (2010). Более широкую перспективу см. в Melamed (2009).

зисные виды деятельности сторон торговли. Они продолжают служить своим клиентам, которые мыслят отнюдь не в миллисекундах. Появление этой формы трейдинга сравнимо с переходом инженеров с логарифмических линеек на калькуляторы: высокочастотная торговля помогает трейдерам быстрее выполнять свою работу, но сама работа остается неизменной.

Многообразный трейдинг

Многообразие в трейдинге, предполагающее торговлю самыми разными вещами, гораздо важнее его *частоты*. В течение прошедшего столетия наблюдалось непрерывное увеличение ассортимента трейдинга. Впрочем, развитие в этом направлении происходило довольно медленно, и до сих пор целый ряд важнейших активов не имеет собственных ликвидных рынков. Приход многообразной торговли позволяет существенно расширить круг торгуемых продуктов.

Примером могли бы послужить «рынки прогнозов», цены на которые устанавливаются исходя из вероятности некоего определенного события в будущем. Появление первых таких рынков датируется 1988 г., когда на Электронных рынках Айовы начали торговаться контракты, оплачивавшиеся в соответствии с результатами определенных событий (например, когда участвующий в выборах кандидат набирает определенную долю голосов избирателей). Цена такого контракта устанавливается исходя из эффективной оценки вероятности специфического исхода¹¹. Поскольку на рынках прогнозов «выставляются» четко определенные события, которые должны произойти в близком будущем, а их участники обеспечиваются быстрой обратной связью, в отличие от других рынков (таких, как рынок акций), они, веро-

11. Berg et al. (2008).

ятно, будут в меньшей степени подвержены спекулятивным крайностям. В наши дни функционирует довольно много рынков подобных прогнозов, таких как сайт Intrade.com, Lumenogic на сайте newsfutures.com и Биржа форсайтов на сайте ideasphere.com.

В недалеком прошлом предпринимались и попытки создания рынков макроэкономических агрегированных показателей¹². В 1985 г. американская Биржа кофе, сахара и какао создала рынок прогнозов индекса потребительских цен США, а *Goldman Sachs* в 2002 г. — рынок статистических показателей несельскохозяйственной рабочей силы. Впоследствии торги на аналогичных рынках начались и на Чикагской товарной бирже¹³. В 2004 г. Европейский инвестиционный банк предпринял попытку создания рынка риска дожития — риска потому, что медицинские исследования и изменяющиеся условия природной среды могли привести к значительному, по сравнению с ожидавшейся, увеличению продолжительности жизни людей (проблема, с которой сталкиваются пенсионные фонды с фиксированным выплатами, которые должны осуществлять платежи на протяжении всей жизни пенсионера) или к ее сокращению (проблема для компаний по страхованию жизни, которые вынуждены будут выплачивать страховые возмещения раньше)¹⁴.

Многим из этих рынков, в силу небольших объемов торгов, так и не удалось достичь ликвидности. Очень часто, как и в случае с рынками прогнозов, объем сделок является очень низким, и возникает впечатление, что мы имеем дело не с важным экономическим институ-

12. Wolfers and Zitzewitz (2004).

13. Фьючерсные торги по гармонизированному индексу потребительских цен еврозоны, http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/interest-rate-index/eurozone-hicp-futures_contract_specifications.html. 5 декабря 2011 г. Чикагская товарная биржа прекратила торги фьючерсами на статистические показатели занятости в несельскохозяйственных секторах. См. также Labuszewski et al. (2010).

14. Thomsen and Andersen (2007).

том, а с игрой, в которой участвуют несколько энтузиастов. Данная проблема оказывается вызовом для маркетмейкеров. И поэтому было бы полезно понять, какую роль они играют в создании подобных рынков.

Например, до самого последнего времени не существовало рынка производных финансовых инструментов для цен на жилую недвижимость, а также на жилые дома, рассчитанные на одну семью. Существуют рынки цен на коммерческую недвижимость, но для значительно более широкой категории — недвижимости, представленной домами, в которых живут американцы, — они отсутствуют. Взрыв «мыльного пузыря» на американском рынке цен на жилую недвижимость привел к кризису на рынке субстандартной ипотеки, который, в свою очередь привел к глубокому финансовому кризису 2007 г. Возможно, его можно было бы предотвратить, если бы существовал рынок, на котором появлялись публичные оценки будущих цен на жилье.

Мои коллеги и я вместе с Чикагской товарной биржей попытались создать фьючерсный рынок цен на односемейные дома¹⁵. Первые торги на нем были произведены 22 мая 2006 г. На рынке выставлялись фьючерсы на цены односемейных домов десяти городов США (Бостон, Чикаго, Денвер, Лас-Вегас, Лос-Анджелес, Майами, Нью-Йорк, Сан-Диего, Сан-Франциско и Вашингтон), а также на соответствующий агрегированный индекс. В то же время на бирже предлагались опционы на фьючерсы¹⁶. У нас были все основания полагать, что эти рынки имели фундаментальное значение, поскольку операции в сфере недвижимости были связаны с высоким риском, в то время как инструменты управления риском отсутствовали.

15. Фьючерсы на недвижимость основывались на индексах S & P/Кейса — Шиллера, <http://www.cmegroup.com/trading/real-estate/>. См. блог Джона Долана по адресу homepricefutures.com.

16. Обсуждение динамики цен на недвижимость см. Fabozzi et al. (2010).

Я обсуждал эти контракты с некоторыми маркетмейкерами и был весьма впечатлен их энтузиазмом. Они проявили искреннюю заинтересованность в создании важного нового рынка и были воодушевлены его перспективами. Эти встречи стали для меня дополнительным свидетельством в пользу того, что подавляющее большинство финансистов занимаются бизнесом не просто ради денег.

С другой стороны, они должны были проявлять осторожность, так как в качестве маркетмейкеров они обязаны были вкладывать в дело свой собственный капитал. Одна из опасностей чрезмерно агрессивного строительства рынка (исполнять крупные ордера таким образом, что они остаются подверженными рыночному риску) — угроза неожиданных и катастрофических убытков.

Основная проблема заключалась в том, что наши контракты были недостаточно ликвидными, для того чтобы привлечь внимание. Я разговаривал с портфельными менеджерами, имевшими возможность занять позицию на этих рынках. По словам моих собеседников, количество акций, которыми они могли торговать, не рискуя вызвать значительные изменения рыночной цены, было слишком маленьким. Игра не стоила свеч.

Это была классическая проблема «курица или яйцо». Для того чтобы дать старт процессу развития важного нового рынка, необходима ликвидность. Условием ликвидности является наличие важного рынка. В некоторых случаях маркетмейкеры способны создавать новые рынки, несмотря на проблему «курицы и яйца». Для этого необходимы достаточный капитал, бесстрашие и стремление заставить рынок работать. Отметим, что процесс рождения рынка разворачивается довольно медленно. Неудивительно, что и в наши дни количество рынков, созданных благодаря индивидуальным усилиям, все еще невелико.

В этой связи я должен выступить адвокатом налоговых стимулов для маркетмейкеров, по крайней мере тех из них, кто занят созданием фундаментальных и имею-

щих важное значение новых рынков. Формирование таких рынков и достижение ликвидности означает, что общество будет получать дополнительные блага. Необходимо поощрять маркетмейкеров к новым свершениям в этой области и публично признать общественную ценность их деятельности.

Я часто сталкивался с неприятием идеи о необходимости расширения круга рынков производных финансовых инструментов, а также более активной торговли деривативами от таких вещей, как потребительские цены, ВВП, продолжительность жизни и риски в сфере недвижимости. Но в наши дни публика не примет финансовые махинации и воспринимает подобные предложения с огромным скепсисом. Как представляется, многие из тех, кто выступает с возражениями, твердо уверены в том, что единственная функция обсуждаемых нами новых рынков заключается в создании возможностей для дурного поведения. При этом никто из тех, кого мне довелось выслушать, ни словом не обмолвился о целесообразности прекращения торговли на *уже* существующих основных рынках, вроде рынков акций или облигаций. Почему? Потому что в современной экономике невозможно переоценить их важнейшую роль. Но как провести линию, которая отделила бы «хороший трейдинг» от «дурной торговли»? Если торговля требованиями на корпоративные прибыли (торговля акциями) является «хорошей», то чем хуже торговля требованиями на ВВП? Тем более что корпоративные прибыли, помимо прочего, представляют собой всего лишь один (небольшой) из множества компонентов ВВП.

Здесь имеет место мощный консервативный посыл, который мы будем обсуждать в главе 22. Одним из следствий кризиса стало желание людей вернуться к своим моральным корням, что предполагает возвращение (до определенной степени) к принятым в прошлом способам ведения дел. Мы считаем, что трейдинг, в котором мы *уже* участвуем, осуществляется должным образом, если те, кто злоупотребляет системой, оказываются

в тюрьме. До сих пор (или, по крайней мере, до начала текущего финансового кризиса) финансовый прогресс считался приемлемым, поскольку мы привыкли пользоваться его плодами. На этом прогрессу должен быть положен предел.

Представляется, что для выразителей подобных воззрений не имеет никакого значения тот факт, что финансовый трейдинг, как мы уже видели, создает систему вознаграждения, во многом схожую с системой подкрепления человеческого мозга, направляющую все самые разнообразные действия людей. Они не осознают, что важнейшей причиной финансового кризиса было не спонтанное проявление моральных пороков, но неспособность правильно оценить риски и управлять ими (прежде всего рисками, связанными с недвижимостью). Они не понимают, что создание государственного комитета, призванного не допустить финансовых эксцессов и образования «мыльных пузырей», вероятно, принесет определенную пользу, но не позволит полностью избавиться от проблемы — по крайней мере, без разрушения множества преимуществ нашей рыночной системы. Они не способны постичь, что расширение направлений нашего финансового трейдинга ведет к демократизации финансов (финансовые рынки становятся более представительными и быстрее откликаются на наши потребности) и в этом смысле соответствует главной задаче движения *Occupy Wall Street*.

Итак, как мы видим, рынки, а также создающие их и торгующие на них люди представляют собой важнейшее связующее звено, позволяющее финансовому капитализму откликаться на изменения в обществе в целом. Рынки открывают возможность определения величин ценности того, что торгуется, во многих случаях отражая действующие в нашем мире тенденции. Если мы стремимся к трансформации и усовершенствованию нашей системы финансового капитализма, нам никак не обойтись без трейдеров и маркетмейкеров.

Страховщики

СТРАХОВАНИЕ как отрасль имеет важнейшее значение с точки зрения сокращения воздействия на нас происходящих в жизни крупных и маленьких трагедий. Большинство людей просто не способны оценить то, что предлагают им страховщики, поскольку очень трудно определить совокупную ценность предоставляемых ими услуг. Взять хотя бы происшедший в 2010 г. по вине компании *British Petroleum* (BP) разлив нефти в Мексиканском заливе. После взрыва на нефтяной платформе *Deepwater Horizon* истекание нефти из скважины не удалось остановить в течение трех месяцев. Но в выпусках новостей различных средств массовой информации масштабы трагедии явно преувеличивались, так как BP была застрахована от большей части убытков. Настоящей трагедией была смерть 11 членов экипажа платформы, погибших во время взрыва. Никакой страховой полис не способен вернуть человеческие жизни. Однако страхование способно смягчить, как это и произошло в реальности, другие трагедии, связанные с разливом нефти.

Средства массовой информации описывали трудности, с которыми столкнулись местные предприятия (временно закрытые курортные пляжи и убытки, связанные с оттоком туристов) так, как будто весь местный бизнес ничего не знал о страховании. Но в той степени, в которой все риски были должным образом застрахованы; в той степени, в которой курортные пляжи имели полную страховку от разливов нефти, а рабочие и работодатели были соответствующим образом застрахованы от безработицы или возможных перерывов в ведении хо-

зяйственной деятельности, — ни о каком реальном и продолжительном ущербе не было и речи. Туристы выбрали для отдыха другие места, а после того как пляжи были очищены от загрязнений, они возвратились на берега Мексиканского залива. В той степени, в какой акции BP и ее страховых компаний принадлежали иностранным инвесторам с их широко диверсифицированными портфелями, убытки были «разнесены» по всему миру. Следовательно, за исключением первоначальной утраты человеческих жизней, общее воздействие аварии оказалось незначительным. Вот правда о мире, в котором страхование развито на должном уровне. Но многие репортеры в своем рвении написать «цепляющие», захватывающие внимание статьи попросту игнорировали ее.

В результате аварии на платформе *Deepwater Horizon* было потеряно около 5 миллионов баррелей нефти. С учетом того, что в то время цена нефти составляла 77 долларов за баррель, прямые убытки в результате разлива достигли около полумиллиарда долларов. На первый взгляд, величина потерь представляется огромной, но в масштабе всего мира она не слишком существенна. В случае если риски полностью диверсифицированы, крупнейшие портфельные инвесторы подвергаются воздействию аварии и связанного с ним разлива нефти в минимальной степени, находящейся намного ниже порогового значения, превышение которого привело бы к утрате чувства благополучия. Что касается рисков, которые могут быть застрахованы, то здесь нет места индивидуальным трагедиям, независимо от того, насколько значимыми они представляются непосредственным участникам событий. В данном случае мы имеем дело с одним из парадоксов, которыми так богаты финансы, однако выразить его довольно трудно, учитывая наш естественный эмоциональный отклик: за исключением действительно планетарных катастроф, размер совокупного ущерба практически не имеет значения.

В том случае, когда риски должным образом и комплексно распределены (как в случае с BP), наиболее оче-

видным источником экономического воздействия рассматриваемого нами события на уровень благополучия (на то, что экономисты называют полезностью) могут быть лишь последствия утраты нефти для мировой экономики. Небольшая часть мировых нефтяных резервов была растрочена понапрасну. Это означает, что ее запасы могут закончиться не через сто лет, а на два или три дня раньше. Но нет. Воздействие инцидента в Мексиканском заливе носит еще более абстрактный характер, так как в действительности нефть никогда не будет «вычерпана до дна». Когда ее запасы начнут истощаться, высокие цены будут стимулировать ее экономное использование, а также поиски альтернативных форм использования энергии, переход на которые будет происходить по мере сокращения поставок углеводородов. И поэтому в полностью застрахованном мире такие происшествия приводят лишь к инкрементальному повышению цен на нефть в следующем столетии — ну что же, обществу придется учиться терпению.

Казалось бы, общество в целом должно требовать фундаментального прогресса в страховании, что позволило бы улучшить жизни всех и каждого. Однако публика пока плохо осознает все потенциальные выгоды лучшего страхования. Возможности совершенствования управления рисками будущего воспринимаются как слишком абстрактные, имеющие отдаленное отношение к реальным нуждам. В действительности выгоды страхования и его расширения для покрытия гораздо большего, чем в наши дни, количества и типов рисков являются весьма существенными и реальными.

Демократизация страхования

История развития страхования в прошедшие столетия заключалась в постепенном расширении охвата все большего и большего количества людей и все большего и большего количества рисков. Если мы стремимся к со-

зданию идеального государства, мы обязаны действовать в русле этой тенденции.

Страхование жизни появилось еще в XVII столетии, но первоначально оно распространялось только на довольно узкий круг искушенных в финансовых делах людей. Аналогичная ситуация складывалась и со страхованием от пожаров. Даже в экономически развитых странах эти виды страхования получили относительно широкое распространение только в XIX — XX вв. Что касается многих беднейших регионов мира, то и *в наши дни* им еще предстоит близко познакомиться со страхованием.

Первейшая задача страхования состоит в том, чтобы охватить уже существующими, хорошо понятными политиками гораздо более широкий сегмент населения. Например, основная трагедия происшедшего в Гаити в 2010 г. землетрясения, даже с учетом большого количества погибших людей, заключается в том, что застрахованными оказались лишь несколько из десятков тысяч зданий. Это означает не только отсутствие компенсации за понесенный ущерб. Еще более важным является прекращение надзора со стороны страховых компаний за соблюдением строительных кодексов. Данная практика, вне всякого сомнения, позволила бы добиться значительного сокращения и погибших, и материального ущерба. Начиная с 2007 г. страховое объединение Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility прикладывало огромные усилия, направленные на улучшение методов страхования в Гаити и других странах региона. Но к 2010 г., когда произошло землетрясение, ему удалось добиться не слишком значительного прогресса. В результате землетрясения магнитудой 7,0 погибли по меньшей мере 50 тысяч человек. Для сравнения, в 1994 г. жертвами землетрясения магнитудой 6,7 в калифорнийском Нортбридже (сравнимом с Гаити по численности населения и местоположению) стали 33 человека. Различие в последствиях воздействия природной стихии объясняется главным образом значи-

тельно лучшим развитием страховой отрасли в Калифорнии по сравнению с Гаити.

Всемирный банк выступил инициатором запуска программ, направленных на предоставление лучшей защиты беднейших фермеров от природных рисков, способных нанести значительный ущерб урожаю, следствием которого становятся массовые лишения или даже голод. Согласно оценкам, доходы около одного миллиарда жителей Земли не превышают одного доллара в день; при этом три четверти из них проживают в сельской местности и зависят прежде всего от положения в сельском хозяйстве¹. Для этих людей первостепенным является риск неурожая, нередко перерастающий в вопрос о жизни и смерти. В большинстве случаев экстренная зарубежная помощь приходит слишком поздно, когда фермеры, для того чтобы выжить, уже распродали свои скудные активы и пустили под нож домашний скот. В примитивных обществах управление риском неурожая осуществляется посредством попытки его распределения в рамках семьи². Проблема в том, что с недородом могут столкнуться все члены семьи. И поэтому такой подход к риск-менеджменту очень далек от идеала.

В прошлом страховые компании пытались оказать помощь в управлении этим риском, предлагая страхование урожая, направленное непосредственно на защиту от недорода отдельно взятого фермерского хозяйства. Но данная политика влечет за собой угрозу недобросовестного поведения, выражающуюся в том, что фермер либо намеренно ограничивает усилия, прилагаемые в процессе труда, либо идет на прямое мошенничество, занижая данные об урожае. В ответ страхователи попытались привязать выплаты не к размерам урожая, но к погодным условиям, которые могли привести к недороду. Помимо прочего, фермеры не имеют возможно-

1. Chen and Ravallion (2007).

2. Townsend (1994).

сти повлиять на погоду. Отметим, что для осуществления этой идеи необходимо преодолеть ряд трудностей, так как грань между просто плохой погодой и погодой, обусловившей низкий урожай, может быть очень тонкой. К том же возможны значительные вариации погодных условий в соседних областях и районах. И наконец, существует очень тесная зависимость между наступлением плохой погоды и временем сева, а также уборки урожая. Но развитие информационных технологий и сельскохозяйственных наук привело к тому, что погодное страхование улучшилось настолько, что оно активно продвигается Всемирным банком³.

С погодным страхованием связана еще одна проблема (она же ассоциируется с общей проблемой продвижения страхования в слаборазвитых странах). Бедные фермеры могут ничего не знать о концепции страхования и не понимать ее, а также не доверять обеспечивающим страхование институтам. Следствием этого становится нежелание платить страховые премии, необходимые для того, чтобы рассматриваемая концепция оставалась жизнеспособной. Решение следует искать в лучшем маркетинге страхования в слаборазвитых регионах и осуществлении усилий, направленных на завоевание доверия их жителей. Все это и означает гуманизацию страхования, и является частью общего процесса, направленного на гуманизацию всех областей сферы финансов.

Борьба с долгосрочными рисками

Дальнейшая гуманизация страховой отрасли предполагает ведение действенной борьбы с угрожающими людям реальными рисками, многие из которых носят долгосрочный характер и проявляются постепенно, только с течением времени. Но страхование никак не может «похвастаться» большими достижениями в управлении

3. Barnett and Mahul (2007).

рисками, проявляющимися не катастрофически и внезапно, а медленно и неотвратно.

Когда речь заходит о средствах к существованию, наибольшую тревогу у людей, возможно, вызывает их способность зарабатывать, получать тот или иной доход. Часть рисков, связанных с доступностью «хлеба насущного», покрывают различные виды страхования по нетрудоспособности (возникающего прежде всего в случаях различных происшествий или заболеваний). Но в будущем страхование способно и обязано делать больше и больше.

Одной из возможностей является страхование доступности средств к жизни⁴. Имеется в виду долгосрочный страховой полис, который может приобретаться индивидом, желающим обезопасить свою карьеру, образование или специфические инвестиции в человеческий капитал. В этом случае человек, который решил существенно сузить, по сравнению с выполняемыми сегодня задачами, свою специализацию, — скажем, сосредоточиться на наиболее интересном ему направлении карьеры, — мог бы приобрести необходимые экспертные знания, не испытывая опасений за последствия в том случае, если его начинание обернется неудачей. Соответствующий страховой полис позволил бы ему получать дополнительный пожизненный доход и в том случае, если бы через несколько лет или десятилетий выяснилось (на основе верифицируемых данных), что рынок труда для людей, избравших данное профессиональное направление, был ограничен или его вообще не существовало.

Когда-нибудь будут созданы рыночные площадки (подобные фьючерсным рынкам) и для профессиональных доходов в зависимости от сферы деятельности. На долгосрочных рынках могли бы формироваться цены на карьерные решения, принимаемые отдельными людьми. В этом случае на наиболее перспективные направления карьеры устанавливались бы более высокие цены.

4. Shiller (2003).

Заболевание одного из членов семьи может иметь резко отрицательные последствия для остальных его родственников. Расширение сферы страхования способствовало бы лучшему охвату многих из такого рода рисков. Частные компании уже предлагают долгосрочное страхование по уходу за больными членами семей и одинокими людьми, но спрос на соответствующие полисы остается очень низким⁵. В некоторых случаях страхование по болезни включается в программы социального обеспечения и безработицы, но только на временной основе. Болезнь одного из членов семьи может продолжаться в течение многих лет и даже всю его жизнь. Для того чтобы преодолеть реальные барьеры, препятствующие распространению данного вида страхования, необходимы финансовые инновации, которые позволили бы осуществить требуемые изменения⁶.

Рассмотрим еще один пример. В течение нескольких последних десятилетий значительно возрос риск возникновения ураганов в восточной части США. В случае соответствующих климатических изменений и еще большего повышения вероятности возникновения ураганов они могут оказать самое разрушительное воздействие на благосостояние владельцев имущества, проживающих в этих областях. Но подавляющее большинство современных полисов страхования от ураганов предлагается на короткие сроки. Американцы не имеют возможности застраховаться от повышения риска долгосрочной опасности возникновения ураганов в будущем. И поэтому мы вправе ожидать появления в ближайшем будущем такой инновации, как новый вид страхования — долгосрочное страхование от катастрофы, способное эффективно предохранить от риска повышения рисков⁷.

5. Scharlach and Lehning (2012).

6. O'Leary (2012).

7. Jaffee et al. (2008); Kunreuther and Useem (2010).

Процесс совершенствования страхования

Процесс финансового развития включает в себя расширение масштабов страхования. Очевидно, что в этой области предстоит сделать еще множество дел.

Проблема распространения страхования на более крупные по размерам сегменты населения относится не только к беднейшим регионам мира. Даже в наиболее развитых странах остаются риски, «взывающие» к страхованию. Очевидно, что к ним относятся страхование стоимости жилой недвижимости (направленное на защиту людей от падения рыночной цены на принадлежащие им семейные дома) и упоминавшееся выше страхование доступности средств к жизни. Пока эти идеи довольно далеки от претворения в жизнь⁸.

Создание и продвижение концепции страхования к новым горизонтам может стать в высшей степени вдохновляющей задачей. Анализируя возможные отклики на такие истории человеческих страданий, как разлив нефти после взрыва на морской платформе компании *BP*, гаитянское землетрясение или голод в сельскохозяйственных областях различных регионов мира, необходимо признать, что реальные издержки этих и других катастрофических событий могли быть ограничены посредством лучшего управления рисками, то есть лучшего страхования. Решению этой задачи могут посвятить себя те, кто собирается сделать страхование своей профессией.

8. Shiller (1994, 2003, 2008).

Конструкторы рынков и финансовые инженеры

КОНСТРУКТОРЫ рынков (иногда их называют конструкторами рыночных механизмов) начинают с формулировки проблемы — потребности в рыночном решении, позволяющем людям выйти из затруднительного положения, — после чего они конструируют необходимые для ее решения рынок и соответствующие контракты. На основе финансовой и экономической теории они создают «сделки», результатом которых является улучшение положения (в том числе и материального) людей. Тем самым они гуманизируют финансы, что способствует повышению степени их релевантности с точки зрения благосостояния человека. В некоторых случаях конструкторов рынков называют финансовыми инженерами, поскольку их деятельность воспринимается как во многом аналогичная тому, чем обычно занимаются инженеры-механики или инженеры-электрики. Лучшие из конструкторов рынка обладают такой же тягой к созиданию, практическим здравым смыслом и пониманием научных основ, что и успешные инженерно-технические работники.

Одним из наиболее выдающихся достижений профессора экономического факультета Гарвардского университета Элвина Рота, специализирующегося на рыночном конструировании, стало создание простого рынка почек, используемых для трансплантации. Как известно, многие тысячи нуждающихся в пересадке этого органа людей ежегодно умирают из-за того, что для них не удалось найти подходящего донора. Пробле-

ма заключалась в том, что лишь немногие готовы были добровольно пойти на удаление одной из почек ради использования ее для трансплантации: операция весьма болезненная и чревата неприятными осложнениями для здоровья. Как правило, люди готовы были пожертвовать своим органом только ради близких родственников или супругов. Правда, в последнем случае очень часто возникали проблемы генетического несоответствия.

Э. Рот и его коллеги, вдохновленные математической моделью идеального рынка жилой недвижимости, предложенной специалистами по математической экономике Ллойдом Шепли и Гербертом Скарфом, разработали проект нового рынка донорских почек, осуществление которого позволило решить рассматриваемую проблему¹. Они стали инициаторами принятия «Новоанглийской программы обмена почками», в настоящее время осуществляемой Федеральной сетью получения и трансплантации донорских органов (OPTN).

Конструкция рынка основывается на согласовании стимулов. К супругу, брату или сестре пациента, страдающего болезнью почек, обращаются с просьбой стать донором, но не для своего родственника, а для подходящего по генетическим параметрам больного. Задача рынка — заключение таких сделок, когда каждый нуждающийся получил бы донорскую почку, пусть и не от родственника или близкого человека. В некоторых случаях процесс предполагает осуществление целых шести шагов. В случае когда он осуществляется в три шага, индивид *A* становится донором почки для родственника индивида *B*, который становится донором для родственника индивида *B*. Последний в свою очередь отдает свою почку родственнику индивида *A*. Для того чтобы осуществить данную схему, необходимо провести отбор среди широкого круга людей и установить генетические соответствия. Кроме того, необходимо обеспечить одновременное проведение операций по отбору и пересад-

1. Shapley and Scarf (1974); Roth et al. (2005).

ке так, чтобы исключить возможность отказа кого-либо из участников от достигнутых договоренностей (например, после того, как родственник потенциального донора уже получил почку). Следовательно, возникает потребность в центре трансплантологии, в котором могли бы одновременно осуществляться большое количество операций. Создание Э. Ротом и его коллегами рынка трансплантации почек — шаг вперед и в развитии финансов, так как конструкторам пришлось иметь дело с рисками, стимулами, опасностью проявлений недобросовестности и процессом осуществления операций, основанным на комплексе контрактных договоренностей.

До Э. Рота проблема смерти больных, нуждавшихся в донорских органах, но не получавших их, находилась вне сферы внимания общества, так как казалось, что для них ничего нельзя сделать. Красота создания рыночных решений различных проблем в том и заключается, что, если рынки уже построены и функционируют, они устойчиво порождают правильный фокус внимания людей, действительно способных предоставлять решения.

Ограничения рынка донорских почек Э. Рота очевидны, поскольку подобные площадки пока недоступны большинству людей, нуждающихся в трансплантации. Медлительность, с которой внедряются финансовые разработки, снова обращает наше внимание на стремление к привычному и знакомому, а также на чрезмерное доверие к традиции. Оба эти фактора продолжают оказывать отрицательное воздействие на распространение финансовых инноваций.

Многообразие целей конструирования рынков

Постепенно конструирование рынков становится все более «бойким местом». Например, в настоящее время созданы и внедрены рыночные механизмы, направленные на эффективное ограничение проблемы глобаль-

ного потепления посредством введения платы за осуществление выбросов парниковых газов (что означает интернализацию ущерба). Введение квот на выбросы и торговлю ими заставляет производителей выбросов CO₂ в случае необходимости дополнительной эмиссии приобретать на открытом рынке специальные разрешения, величина которых измеряется в единицах сертифицированного сокращения выбросов (CER). Таким образом, устанавливается цена на эмиссию, и производители выбросов, имеющие возможность продажи не нужных им квот, передают эти разрешения тем, кто испытывает в них потребность. Соответственно, продавцы квот получают прибыль от такого рода сделок. Благодаря этому механизму больше всего выбросы CO₂ сократятся на предприятиях, способных эффективно приспособиться к установленным требованиям, что означает минимизацию издержек уменьшения эмиссии.

В настоящее время климатическая торговля ведется на шести биржах: Chicago Climate Exchange (Чикаго), Commodity Exchange Bratislava (Братислава), European Climate Exchange (Лондон), European Energy Exchange (Лейпциг), NASDAQ OMX Commodities (Осло) и PowerNext (Париж). Аналогично Всемирный банк оказывает финансовую поддержку в форме «замороженных облигаций», предоставляя их инвесторам в зависимости от производимого количества единиц сертифицированного сокращения выбросов (CER).

В последние годы было выдвинуто множество предложений относительно создания других подобных рынков. В частности, Майкл Кремер и Рейчел Гленнестер разработали решение проблемы, заключающейся в том, что фармацевтические фирмы весьма неохотно занимаются созданием лекарств для лечения «болезней бедных» (таких, как малярия), концентрируя усилия на «роскошных» препаратах для богатых людей (например, кремы от морщин). Государство могло бы предложить гарантии закупок и бесплатного распределения лекарств от основных болезней, создавая рыночные силы, мотиви-

вирующие частные предприятия к разработке соответствующих препаратов². Ронни Гореш предлагает, чтобы государства эмитировали «облигации социальной политики». Величина выплат по ним варьировалась бы в зависимости от достижения целей социальной политики. Тем самым участники свободного рынка получали бы стимулы к покупке облигаций и поиску путей достижения формулируемых государством целей³.

Конструирование рынков, необходимых для решения очень личных проблем

Для того чтобы оценить важность конструирования рынков, а также способность финансовых инженеров внести реальный вклад в построение идеального государства, представляется полезным поразмыслить над решением очень личной, но причиняющей неисчислимы беспокойства проблемы. Возможно ли конструирование соответствующего рыночного механизма?

Рассмотрим проблему поиска человеком партнера, кого-то, с кем он в процессе совместной жизни может установить самые близкие отношения, такие как между мужем и женой. Данная проблема, безусловно, относится к числу рыночных, ведь индивиду необходимо найти не просто личность, удовлетворяющую его требованиям; искомая «вторая половина» должна быть занята решением аналогичной проблемы поиска и готова отнестись к вам как к своему наилучшему выбору. Поиск соответствия между мужем и женой подобен поиску подходящей сделки на финансовом рынке. Он предполагает изучение рыночных цен (на брачном рынке — это определенного типа привлекательность потенциальных

2. Kremer and Glennerster (2004).

3. Horesh (2008).

супругов) и поиск наилучшей сделки по устраивающей стороны цене. Данная аналогия необходима нам не для того, чтобы применить коммерческую мерку к очень личной проблеме. Мы лишь выбираем исходный пункт для размышлений о том, как приступить к конструированию наилучшего решения проблемы.

Для большинства людей поиск кого-то особенного, своей второй половинки, имеет существенное значение с точки зрения смысла жизни. Поиск спутника жизни — очень трудная задача, так как необходимо сделать выбор из множества различных людей. К тому же, чтобы убедиться в правильности принятого решения, необходимы будут долгие месяцы, а может быть, и годы. Одна из наиболее серьезных проблем супружеских пар — разочарование в сложившихся отношениях, которое во многих случаях приводит к их разрыву после «растраченных» друг на друга лет жизни. Помощь в поиске правильной личности в момент начала соответствующего поиска чрезвычайно важна. Но до самого последнего времени она не рассматривалась экономистами-теоретиками как проблема для экономической системы в целом.

Даже при наличии полной информации те, кто предлагает помощь в выборе спутника жизни (службы знакомств, свахи), сталкиваются с огромными проблемами. Романтическая идея «любви с первого взгляда», случающейся произвольно в повседневной жизни, никак не может использоваться в качестве логической основы подбора супружеских пар. Огромная важность проблемы поиска отмечалась в газетной статье, опубликованной еще в 1825 г.: «В соответствии с жизненным опытом, тысячи людей приходят к безбрачию отнюдь не в силу осознанного выбора, но проявляя благоразумие, причина которого очевидна: это и ограниченный круг знакомств, и отсутствие людей подходящего возраста, и поведение, и неблагоприятные обстоятельства. Изю дня в день мы слышим о различиях, которые сделали брак несчастным, — большая разница в возрасте, несходство характеров и так далее. Всего этого можно было бы по-

чти наверняка избежать, если бы у пары была возможность лучше узнать друг друга до брака»⁴.

Уже на заре капитализма создавались компании, предлагавшие предварительный поиск потенциальных спутников жизни на основе нескольких желаемых характеристик (включая доступность). Например, в 1801 г. в соответствии с программой одного из брачных агентств, распространявшейся на Англию и Уэльс, людям, заинтересованным в создании семей, предлагалось выслать самоописание и подписаться на платные услуги поиска. Участникам программы предоставлялись несколько образцов таких самоописаний. В одном из них, составленном мужчиной, содержались следующие сведения: «Лицо духовного звания, тридцати лет, темные глаза и волосы, здравомыслящий и здоровый; управляет тремя приходами, ведет занятия в небольшой школе, что немало его утомило, по каковой причине он ищет более деятельного времяпрепровождения; отличается мягким характером». В самоописании женщины сообщалось: «Высокая и стройная, золотисто-каштановые волосы, один глаз заметно ярче, чем другой; деятельная и приятная в общении, получила хорошо образование, 24 лет от роду; проживаю с отцом, который, в случае если я выйду замуж с его одобрения, дает в приданое 1500 фунтов стерлингов»⁵. Читатели таких коротких описаний обязательно находили информацию к размышлению (вплоть до цены в случае с женщиной). Подписчики имели возможность познакомиться со списком самоописаний и сообщить о тех, которые их заинтересовали. В случае если интересы сторон совпадали, агентство организовывало их личную встречу. Вот пример здоровой деловой идеи.

Уже в те давние времена существовал бизнес по оказанию людям помощи в решении рыночной пробле-

4. «A New Matrimonial Plan», *New England Galaxy and United States Literary Advertiser*, May 13, 1825, pp. 8, 396.

5. «New Matrimonial Plan», *The Port-Folio*, November 7, 1801, pp. 1, 45.

мы поиска *парной* сделки (необходимо найти человека не только устраивающего вас, но такого, которому подошли бы и *вы сами*). Безусловно, поиск совпадающих желаний — один из наиболее болезненных и трудных аспектов в выборе партнеров и создании брачных союзов. Администраторы подобных программ, используя свой опыт в согласовании интересов, возможно, могли помочь людям смягчить боль и ускорить процесс. Иначе обратившиеся к ним мужчины и женщины должны были бы последовательно медленно проходить весь список возможных партнеров, большая часть которых не представляла для них интереса.

Нахождение соответствия по сути своей является трудной рыночной проблемой. В зависимости от относительного количества потенциальных партнеров, обладающих желаемыми характеристиками, люди могут годами искать подходящего соответствия, в то время как их истинная проблема заключается в отсутствии понимания ожидаемого уровня успеха. Они могут оставаться одинокими всю свою жизнь не только из-за отсутствия соответствующих знакомств, как предполагается в процитированной выше газетной статье, но и просто потому, что неправильно оценивают количество людей, обладающих желаемыми чертами. Если говорить на языке финансов, то в данном случае мы сталкиваемся с проблемой выявления цены в ходе свободных торгов. Конструкторы рынков, вне всякого сомнения, способны помочь в поиске ее решения.

Однако, как только мы попытаемся сконструировать техническое ее решение и разработать соответствующий алгоритм, мы обнаружим, что за ними скрываются более глубокие теоретические вопросы. Количество возможных соответствий слишком велико, а поиск критерия их упорядочивания сопряжен с необходимостью преодоления ряда трудностей.

Предположим, что у нас есть брачное агентство, обслуживающее 100 мужчин и 100 женщин. Даже в том случае, когда мы располагаем компьютерной базой дан-

ных с информацией о кандидатах и возможностью поиска наиболее подходящих сочетаний пар, задача может оказаться очень сложной. Количество возможных сочетаний пар поражает воображение, так как составляет $100!$ (факториал), то есть примерно единицу и 158 нулей, — невероятное, даже с учетом мощности нынешних компьютеров количество вариантов выбора. Некоторые из этих пар будут, несомненно, превосходить по качеству остальные сочетания. Но как произвести методичную их оценку?

Проблема заключения брака со всей ее сложностью не осталась незамеченной экономистами-теоретиками. В 1962 г. в журнале *American Mathematical Society Monthly* была опубликована статья Дэвида Гейла и Ллойда Шепли, в которой рассказывалось о результатах исследования специфической брачной проблемы⁶. Представим себе, что каждая женщина получила в брачном агентстве ранжированный (исходя из ее собственных личных предпочтений) список мужчин, а каждый мужчина — соответствующий рейтинг всех женщин. Какой должна была бы быть компьютерная программа, способная выбрать наиболее подходящие друг другу пары на основе этих ранжированных списков?

Д. Гейл и Л. Шепли очень четко поставили проблему. Но даже в этом случае необходимо преодолеть целый ряд трудностей. Дело не только в том, что общее количество возможных парных сочетаний астрономически велико. Чрезвычайно трудно принять решение о том, какими должны быть цели, преследуемые при составлении пар. Рассматривая некоего кандидата на включение в оптимальный набор пар, возможно ли принять решение, что он действительно наилучший из возможных?

Как считают Д. Гейл и Л. Шепли, первейшим условием должна быть стабильность создаваемых парных сочетаний. Это означает, что ни один из образовавшихся

6. Gale and Shapley (1962).

пары людей не пожелает впоследствии изменить свою позицию. Ни один из мужчин не захочет оставить свою партнершу по паре ради женщины, которая также стремится ради него оставить бывшего партнера. Д. Гейл и Л. Шепли предложили алгоритм деятельности брачного агентства, которое бы находило парные сочетания и гарантировало постоянство партнеров в указанном выше смысле. Как показали исследователи, из ста мужчин и сотни женщин может быть образовано большое количество различных стабильных пар. И поэтому брачное агентство должно было бы проанализировать, какие из них в определенном смысле оптимальны. Ученые продемонстрировали систему образования пар, которая могла бы использоваться для создания компьютерной программы. Ее применение позволило бы брачному агентству получить набор стабильных пар, оптимальный для мужчин, и другой набор, оптимальный для женщин. Но Д. Гейлу и Л. Шепли так и не удалось обнаружить систему, которая в любом соответствующем смысле была бы подходящей для каждого.

Нам необходима система, позволяющая преодолеть эту проблему, но сконструировать ее, как мы увидели, совсем не просто. Вероятно, нам не поможет и государство, если оно не поощряет активный поиск решений брачных проблем предпринимателями. Например, очевидно, что в СССР брачные агентства пришли слишком поздно. В течение десятилетий лучшее, что могла предложить советская экономика, был бесплатный отдых на курортах Черного или Балтийского морей, предлагавшийся в награду за доблестный труд лучшим рабочим и служащим. Предполагалось, что отпуск на курорте будет способствовать достижению целей, поставленных перед предприятиями текущим пятилетним планом. Последний отнюдь не предусматривал оказания помощи людям в поиске своих «вторых половинок». Установление любовных связей было его непредусмотренным побочным продуктом. К сожалению, в большинстве случаев такие связи носили краткосроч-

ный характер, так как на курортах встречались люди, прибывавшие со всех концов СССР.

В условиях централизованного планирования в СССР отсутствовала система вознаграждения, соответствовавшая потребностям людей. Не было и силы, способной направить капитал предприятиям, способным предоставлять брачные услуги. В современной постсоветской и ориентированной на рынок России услуги брачных агентств широко доступны. Данная тенденция отображает повышение степени финансовой и экономической сложности в этой стране и служит еще одной иллюстрацией выгод, которые несет с собой людям финансовый капитализм.

По существу, пример из сферы деятельности брачных агентств позволяет нам более глубоко осознать математическую и теоретическую сложность даже наших очень личных проблем и понять, что в будущем для их разрешения должна обязательно использоваться финансовая теория. Благодаря развитию информационных технологий, а также экономической науки в будущем появится больше более совершенных механизмов, используемых для принятия экономических решений самых разных типов.

Подобные проблемы, вероятно, будут решаться с помощью финансовых инженеров точно так же, как инженеры-механики помогли всем людям, сконструировав искусственное сердце, а инженеры-электрики — мобильный телефон.

Создатели деривативов

В ПОСЛЕДНИЕ годы понятие *деривативов* (производных финансовых инструментов) превратилось едва ли не в ругательство. Их то и дело обвиняют то в одних, то в других реальных «грехах», включая начавшийся в 2007 г. глубокий финансовый кризис. Но дериватив — это всего лишь финансовый продукт, который выводится из другого рынка, основывается на некоем базовом активе и изначально не несет с собой ни добра, ни зла. Специалисты, направляющие движение рынка деривативов, могут пользоваться плохой репутацией. Но в действительности они вовлечены в функционирование одного из наиболее креативных и сложных направлений сферы финансов.

Одним из примеров рынка деривативов является форвардный рынок сырьевого товара. Каждый его участник имеет возможность подписать контракт на поставку контрагентом в будущем к оговоренному времени и по определенной цене некоего товара или прав собственности. К числу других примеров относится фьючерсный рынок сырьевого товара, полностью аналогичный форвардному, за исключением того, что торги осуществляются на организованной бирже в соответствии с установленными стандартами качества, предоставлением гарантий и т. д. Следует упомянуть и о рынках для опционов, когда покупка опциона означает получение право приобрести нечто (скажем, акцию или облигацию) в заранее оговоренный период времени по определенной будущей цене. Нельзя не назвать в этом перечне и рынок свопов. Под последними (на-

пример, под валютным свопом) понимается соглашение между двумя сторонами об обмене финансовыми инструментами (в данном примере — двумя валютами) в оговоренное время в будущем по заранее установленному обменному курсу. На каждом из этих рынков устанавливается цена дериватива: цена форвардного, фьючерсного контрактов, опциона или свопа.

Мы обязаны задать вопрос: почему столь многие рассматривают людей, участвующих в функционировании этих рынков, как воплощение зла? Кто использует деривативы и почему? Действительно ли торговля производными инструментами способствует достижению конструктивных целей? Как и в случае с другими спекулятивными видами деятельности, покупки и продажи деривативов воспринимаются многими людьми как форма азартной игры, или, что еще хуже, как средство эксплуатации трезвомыслящими индивидами менее умных людей. Конечно, в торговле производными инструментами обязательно присутствуют элементы азартной игры. Но разве только они?

Происхождение деривативов

История деривативов уходит в далекое, очень далекое прошлое. Одно из первых упоминаний о них было сделано Аристотелем (384–322 гг. до н.э.) в «Политике», в которой описывается успешный трейдинг известного древнегреческого философа Фалеса Милетского (640/624–548/545 гг. до н.э.). Фалеса иногда называют первым в мире настоящим математиком, так как его вычисления основывались на строгих доказательствах и формальном выведении тех или иных положений из ранее принятых допущений. Математики издавна интересовались финансами!

По Аристотелю, однажды Фалес еще зимой дал задаток (ἀρραβών) за использование летом всех местных давилен оливкового масла по согласованной ставке аренд-

ной платы. Задаток и опционная премия, в сущности, представляют собой тождество. В современной Греции слово *ἀρραβών* приобрело иной смысл (помолвка), но в Древней Греции оно использовалось для обозначения опциона определенного типа.

Впрочем, как показывают специалисты по теории инвестиций Авинаш Диксит и Роберт Пиндайк, помолвка и является еще одной разновидностью опциона (как и собственно брак): и первая и вторая включают в себя немонетарные обязательства, имеющие сходство с внесением задатка. Обосновывая положение о том, что теория опционов пронизывает собой нашу повседневную жизнь, авторы предлагают множество примеров «опционоподобных» возможностей «естественного происхождения». Взять хотя бы истощение источников неких природных ресурсов или уничтожение тропических лесов. До тех пор пока они не полностью исчерпаны или не уничтожены, существует возможность выбора, опцион, заключающийся в принятии решения о полном их использовании или сведении на нет, или отказе от соответствующих усилий. Выбор сам по себе обладает опционной стоимостью, сохраняющейся до момента, когда решение будет доведено до конца. Прежде чем сделать окончательный выбор, необходимо тщательно проанализировать эту опционную стоимость¹.

Нам не известны точные условия контракта, заключенного Фалесом и крестьянами, которым принадлежали давильни. Возможно, крестьяне имели право на получение части масла в форме компенсации за понесенные ими в процессе давления оливок издержки. Фалес приобрел то, что мы сегодня называем опционами на оливки, так как впоследствии, если бы стоимость оливок упала, а не возросла, он мог отказаться от их приобретения и потерять задаток. Отличие его контракта на приобретение деривативов от современ-

1. Dixit and Pindyck (1994).

ных заключается в том, что договор основывался не на цене, но на совокупной стоимости. Впрочем, оно не является существенным с точки зрения обсуждения нами теории опционов. Фалес сделал асимметричную ставку на стоимость урожая оливок, полностью выигрывая, если она превысит арендную плату по контракту. Возможный проигрыш философа составлял внесенный задаток. Такая асимметричная ставка на цены и является сущностью опциона.

Согласно рассказу Аристотеля, стоимость оливок, как и предсказывал Фалес, пошла вверх. Таким образом, «он, предвидя на основании астрономических данных богатый урожай оливок, еще до истечения зимы роздал в задаток имевшуюся у него небольшую сумму денег всем владельцам маслобоен в Милете и на Хиосе, законтрактовав их дешево, так как никто с ним не конкурировал. Когда наступило время сбора оливок и сразу многим одновременно потребовались маслобойни, он, отдавая маслобойни на откуп на желательных ему условиях и собрав много денег, доказал, что философом при желании легко разбогатеть, но не это является предметом их стремлений»². Аристотель намеревался показать, что ученые способны эффективно действовать в реальном мире, и не более того. Вряд ли рассказанная величайшим философом история убедит нас, что рынки опционов хороши сами по себе, по своей сущности. Скорее, она звучит как рассказ о сообразительном спекулянте, который воспользовался имевшимся у него преимуществом перед широкой публикой.

Однако из этой истории нам становится известно, что владельцы давлен были открыты к предложениям о продаже опционов. По-видимому, подобные сделки заключались ими и ранее. Почему они были готовы к заключению опционного контракта? Ведь в рассматриваемом нами случае в наихудшем положении ока-

2. Aristotle (1977): 16.

зались владельцы давилен. Как Фалесу удалось убедить контрагентов пойти на сделку?

Ответить на вопрос о том, почему владельцы давилен оливок согласились на предложение Фалеса о продаже опционов на использование прессов, довольно легко. Он «положил деньги на бочку» исходя из возможности значительного повышения стоимости урожая оливок, вероятность осуществления которой контрагенты Фалеса оценивали как низкую. Должно быть, они исходили из предположения, что Фалес не может точно знать о повышении цен на оливки, и потому «провернули» обмен «верхнего хвоста» возможного исхода на гарантированный текущий результат. Полученный задаток должен были помочь крестьянам компенсировать возможные потери в том случае, если бы цены на оливки упали ниже контрактной цены. В идеале владельцы давилен предпочли бы застраховаться от массового падения цен на оливки, однако Фалес не выступил с подобным предложением.

Можем ли мы рассматривать приобретение опционов на урожай оливок спекулянтами, подобными Фалесу, как иррациональные действия? Нет, в том случае, если они, так же как Фалес, способны сделать прогноз стоимости оливок. Владельцы давилен отказались бы от продажи, если бы им было известно, что покупатели опционов *знают* о грядущем повышении стоимости оливок. Перед нами фундаментальная дилемма финансовой теории, уже обсуждавшаяся в связи с работой Пола Милгрона и Нэнси Стокей³. По мнению исследователей, условием торговли на рынках рассматриваемого нами типа является определенная степень иррациональности ее участников. Имеется в виду чрезмерный оптимизм части покупателей опционов с правом покупки (опционов колл) и пессимистичный настрой части продавцов.

3. Milgrom and Stokey (1982).

С другой стороны, торговля на рынке опционов на оливки приобретает смысл, если мы рассматриваем покупателей опционов как людей, у которых есть основания для беспокойства по поводу риска изменений цены на продукт. Например, в случае низкого урожая оливок, когда розничные торговцы оливковым маслом имели все основания ожидать плохого года, они могли бы пожелать продать опционы на стоимость урожая. Покупка этих опционов могла бы отчасти компенсировать их низкую прибыль. В этом случае торговля опционами между владельцами давлений и торговцами оливковым маслом была бы выгодной даже в отсутствие информации о ценах на масло в будущем.

Современный рынок опционов должен функционировать гораздо более эффективно, чем во времена Фалеса Милетского. Тогда на весь мир приходился всего лишь один математик/трейдер опционов; в отсутствие конкуренции он мог бы получать фантастическую прибыль. Сегодня количество подобных практикующих трейдеров огромно. Взгляните хотя бы на все эти списки программ по математическим финансам в университетах или посетите одну из конференций Института количественных исследований в финансах (Q Group). В результате их острой конкуренции друг с другом цены на опционы во все большей степени приближаются к своим фундаментальным ценностям.

Оправдания рынков деривативов

В 1964 г. вышла в свет теоретическая статья экономиста Кеннета Эрроу (быстро получившая статус классической), в которой автор обосновал положение о том, что важнейший источник экономической неэффективности — отсутствие рынков для рисков⁴. Специалист

4. Arrow (1964).

по теории финансов Стивен Росс показал, что теория К. Эрроу имеет *raison d'être* и для рынка опционов. В статье «Опционы и эффективность» 1976 г. он утверждает, что центральное место финансовых опционов определяется возможностью «построения» бесчисленного количества разнообразных комплексных контрактов как «портфелей, состоящих из простых опционов»⁵.

В действительности на любом рынке деривативов торгуется незначительная доля наших рисков. Несмотря на то что история торговли оливковым маслом уходит корнями в глубокую древность (о чем нам стало известно из рассказа о Фалесе), весьма любопытным представляется тот факт, что до самого недавнего времени ни на одном из организованных рынков мира не проводились торги соответствующими деривативами⁶. Что еще более важно, в весьма ограниченном количестве есть или вообще отсутствуют деривативы для таких ключевых экономических переменных, как ВВП, ставки заработной платы, цены на недвижимость, расходы на здравоохранение или средняя продолжительность жизни.

Специалисты по поведенческим финансам Герш Шифрин и Меир Статмен высказывают предположение, согласно которому большая часть спроса, предъявляемого на рынках опционов, обусловлена отнюдь не благородным стремлением к управлению рисками обеспечения нас средствами к существованию, но носит иррациональный характер. Спрос создается посредством тщательного определения рамок продавцами, эксплуатирующими психологические слабости своих покупателей. По мнению исследователей, в торговле опционами важнейший источник интереса находится отнюдь не на стороне таких людей, как Фалес, полагаю-

5. Ross (1976): 75.

6. Впервые торги фьючерсами на оливковое масло начали проводиться в Испании на Фьючерсном рынке оливкового масла (MFAO) в 2006 г.

щих, что они способны предсказать рынок. Более всего в них заинтересованы представители противоположной стороны, оценивающие опционы гораздо выше их реальной стоимости. В подтверждение своих слов Г. Шифрин и М. Статмен цитируют руководство для опционных брокеров, которые хотели бы найти покупателей, желающих принять сторону фалесовских владельцев давилен. В нем приводится следующий сценарий действий брокеров.

Джо Продавец: По вашим словам, вы не слишком довольны результатами своих инвестиций на рынке акций?

Джо Потенциальный покупатель: Все верно. Я разочарован доходом (или его отсутствием), который приносит мой портфель акций.

Джо Продавец: Как вы посмотрите на то, чтобы уже завтра, покупая обыкновенные акции, вы получали прибыль из трех источников?

Джо Потенциальный покупатель: Три источника прибыли? Что вы имеете в виду?

Джо Продавец: Во-первых, вы могли бы получить какое-то количество долларов (вероятно, сотни, в некоторых случаях — тысячи), согласившись продать приобретенные в прошлом акции по более высокой, чем заплаченная вами, цене. В соответствии с соглашением, деньги будут перечислены вам уже на следующий рабочий день. Эта сумма навсегда останется вашей. Вторым источником прибыли могут быть ваши дивиденды как владельца акций. Третий возможный источник прибыли — увеличение цены акций по сравнению с той, которую вы заплатили в соответствии с согласованной ценой продажи⁷.

Используемая система доводов, несомненно, эффективна, но в конечном счете продавец вводит потенци-

7. Gross (1982): 166; цит. по: Shefrin and Statman (1993).

ального покупателя в заблуждение, так как в данном случае подчеркивается количество источников дохода, но не проводится сравнение полученной за опцион цены с возможными убытками в тех случаях, когда цена акции превышает указанную в соглашении цену. Предположим, что покупатель не уделяет должного внимания рассмотрению этой цены или не имеет понятия о том, как устанавливаются цены на опционы, и не способен оценить, насколько выгодны для него цены на них. В этом случае весьма высока вероятность вовлечения покупателя в плохую сделку. Те же, кто разбирается в опционах, будут более чем счастливы выступить второй стороной этой сделки, даже если они не имеют представления о происходящем с базисной ценой акций, рассчитывая сделать деньги в среднем, если цена, которую они должны будут заплатить за опционы, низкая.

Вполне возможно (хотя Аристотель умалчивает об этом), что Фалес поступил именно так, даже если он никогда не задумывался о формальной теории ценообразования на опционы. Возможно, ему достаточно было интуитивного количественного прозрения, чтобы прийти к выводу о недооценке опциона и приобрести его просто потому, что он представлялся недооцененным. Фалес должен был преуспеть, торгуя по среднему. Если на самом деле все обстояло именно так, то Аристотель был прав: в противостоянии с наивными контрагентами математики *обречены* на выигрыш.

Еще одна тактика опционного брокера описывается в книге Фреда Шведа-мл. «Где находятся яхты покупателей?» (1940). Один из брокеров предлагает клиентам приобрести убыточные опционы на продажу акций (опционы, которые продаются по более низкой, чем текущая рыночная, цене), уже им принадлежащих, тем самым устанавливая нижний предел их убытков:

Невозможно отрицать то обстоятельство, что описанная процедура действительно позволяет спекулянту воспользоваться определенной страховкой — «услов-

ной» страховкой, по сути дела. Но, как и в случае с другими формами страхования, «полис» приобретает отнюдь не бесплатно, а за деньги. Возникает простой вопрос: соответствует ли цена страхования предлагаемой защите? К сожалению, данная проблема не имеет математического решения. Решение может быть получено эмпирическим путем, но этот метод исследования, вероятно, обойдется слишком дорого⁸.

Кому-то может показаться странным, что хорошо развитая уже во времена Ф. Шведа торговля опционами не имела собственной теории ценообразования. Ведь данное условие, как представляется, очень важно для осуществления операций на этом рынке. Фактически вполне пригодная теория ценообразования на опционы стала достоянием специалистов еще в 1900 г., после выхода в свет работы французского математика Луи Башелье⁹. Однако у нас нет даже косвенных свидетельств того, что кто-либо из участников рынка опционов хотя бы слышал об этой книге. Положение оставалось неизменным вплоть до публикации в 1964 г. математических трудов Джеймса Бонеса и Кейса Спренкла¹⁰. Вот как охарактеризовал эту странность Дж. Бонес: «Инвестиционный анализ в значительной мере находится на дотеоретической стадии развития. Анализ рынка ценных бумаг, в его узком определении, состоит главным образом из наивных экстраполяций коэффициентов, основывающихся на данных бухгалтерского учета»¹¹.

Возникает вопрос: если на рассматриваемых нами рынках ценообразованию на опционы принадлежало центральное место, почему никто не озаботился созданием соответствующей математической теории? Остается предположить, что упомянутые выше авторы были

8. Schwed (1940): 140.

9. Bachelier (1900).

10. Boness (1964); Sprengle (1964).

11. Boness (1964): 163.

полностью правы — значительная часть торгуемых опционов в своей основе эксплуататорская. Размышляя над вопросом о реальной эффективности рынков, мы обязаны помнить об этой фундаментальной характеристике опционов.

К тому же в 1940 г. нигде в мире не практиковалась торговля опционами, так что невозможно было узнать, действительно ли называемая брокером цена является рыночной. Первая торговая площадка — Чикагская биржа опционов была создана только в 1973 г.

Важный урок вновь заключается в том, что нашей финансовой системе пока далеко до статуса «готового изделия». Если в 1940 г. трейдеры вообще не располагали математической теорией опционов и тем не менее ежедневно торговали ими, маловероятно, что современные финансовые рынки уже достигли совершенства.

Регулирование торговли опционами

Во всем мире фондовые брокеры стремятся соблюдать этические стандарты, направленные против откровенно манипулятивных практических приемов. В США интересы профессионалов в инвестиционной сфере (включая фондовых брокеров) представляет саморегулируемая Организация по регулированию в финансовой сфере (FINRA). В подготовительных материалах к экзаменам на получение лицензии Серии 7 кандидаты в «зарегистрированные представители» предупреждаются о недопустимости использования в продаже опционов определенных неэтичных практических приемов. В то же время похоже, что сценарий Джо Продавца, торгующего опционами, не входит в число запрещенных. Саморегулируемой организации довольно трудно прямо запретить использование подобных достаточно тонких аргументы, вводящих клиентов в заблуждение, поскольку формально определить, когда приводимый довод является обманом, не так-то просто.

Фирмы, заботящиеся о своей репутации, постараются не допустить ознакомления своих представителей со сценарием Джо Продавца, поскольку их более сообразительные клиенты непременно обратят внимание на такую уловку и продемонстрируют свое недовольство, переведя свой бизнес в другое место и сделав свое решение достоянием гласности. Впрочем, в конечном счете брокеры легко обойдутся и без этого сценария, поскольку, как показывают Г. Шифрин и М. Статмен, многие из их клиентов и без посторонней помощи обязательно попадутся в собственную ловушку логического мышления.

Возможно, то обстоятельство, что опционы ассоциируются в общественном сознании исключительно с чем-то аморальным, виноваты используемые в прошлом неэтичные практики. Большинство людей не участвуют в торговле опционами. Информация о них отсутствует в обычных перечнях полезных финансовых продуктов, рекомендуемых инвесторам в колонках финансовых консультантов, в новостях средств массовой информации или в книгах, посвященных инвестиционным вопросам. Сомнительные практики продажи опционов остаются в ходу, но сегодня они имеют ограниченную и непрерывно сокращающуюся аудиторию.

Дальнейшему ограничению применения неэтичных приемов могло бы способствовать распространение практики предоставления широкой публике финансовых советов незаинтересованных консультантов, которую мы подробно рассмотрим в следующей главе. Лукавость аргументов Джо Продавца очевидна каждому «подкованному» в финансах человеку. Юридические и финансовые советники, отстаивающие интересы своих клиентов, легко вычислят коммерческую задачу подобных сделок и своевременно предупредят клиентов об опасности.

Если мы движемся к миру, в котором люди имеют доступ к лучшим финансовым советам, то рынок опционов мог бы развиваться в направлении идеального

СОЗДАТЕЛИ ДЕРИВАТИВОВ

рынка, изначально предсказанного такими теоретиками, как Кеннет Эрроу и Стивен Росс. Более того, рынок мог бы раздвигать свои границы с точки зрения полезности, обеспечивая более полное соответствие реальным интересам реальных людей. Возможно создание таких опционов, которые представляли бы истинные, личные существенные риски отдельных людей, такие как риски снижения цен на жилую недвижимость или уменьшения карьерных доходов. Это позволило бы превратить деривативы в финансовые инструменты, служащие интересам построения идеального государства.

ГЛАВА 10

Юристы и финансовые советники

ЮРИСТЫ и финансовые советники (консультанты) имеют фундаментальное значение для финансового капитализма, так как они предоставляют информацию, которая должна быть в возможно большей степени «подогнана» к комплексным потребностям их клиентов. Ричард Мернейн и Фрэнк Леви (их теорию о роли труда в современном обществе мы обсуждали во введении) выбрали область права в качестве основного примера такой сферы профессиональной деятельности, участники которой не могут быть замещены компьютерами, поскольку юридическая практика в решающей степени зависит от экспертного мышления и комплексных коммуникаций. Все сказанное выше справедливо и в отношении финансовых консультантов.

Попытки создания «мыслящих» подобно экспертам веб-сайтов, предназначенных для оказания людям помощи в процессе принятия финансовых решений, позволили добиться лишь частичного успеха. Механизация финансового и правового консультирования с помощью действующих в режиме реального времени экспертных систем — новая важная тенденция. Поскольку интернет-сообщество непрерывно расширяется, а социальные медиа уделяют все большее внимание финансовому сообществу, у нас есть все основания ожидать, что посредством этого канала отдельные лица будут получать и помощь в решении финансовых проблем. Основная трудность в использовании информационных технологий заключается в необходимости создания области

взаимодействий, обеспечивающей более простой и легкой доступ и к электронной, и к человеческой помощи.

Даже на знаменитом сайте financialengines.com, созданном в 1998 г. Уильямом Шарпом и Джозефом Грандфестом, первоначально предназначавшемся для получения финансовых советов без посредничества человека, в конечном итоге пришлось вернуться к услугам людей. Алгоритмы в целом остались неизменными, но теперь система позволяет обратиться к советникам, помогающим посетителям определить наилучший для них способ взаимодействия с сайтом. В обозримом будущем никакой компьютер не сможет заменить развитый человеческий разум, необходимый для того, чтобы оказать помощь другим людям с их финансовыми потребностями.

Профессиональная добросовестность, честность остаются сильными сторонами человека. И поэтому даже те сайты, которые (подобно financialengines.com) предоставляют финансовые советы в автоматическом режиме, хороши настолько, насколько хороши те, кто стоит за ними. Если в процессе принятия инвестиционных решений люди когда-нибудь сделают окончательный выбор в пользу машин, перед ними откроется огромный диапазон возможностей для инвестиционных продуктов, не «отягощенных» профессиональной добросовестностью, что делает бессмысленной «охоту» на них.

И наоборот, ценность *человеческих* финансовых услуг столь существенна, что их предоставление людям со скромными доходами необходимо специально поощрять и субсидировать. Решение этой задачи должно взять на себя либо государство, либо филантропические организации. Еще одним шагом в этом направлении является разработка специального финансового программного обеспечения, которое станет одним из самых важных инструментов в арсенале финансовых консультантов. Социальные медиа откроют перед консультантами возможность доносить свои рекомендации до постоянно расширяющейся аудитории. И все же

индивидуальное человеческое консультирование в сфере финансов будет оставаться весьма важным условием приемлемого финансового капитализма.

Юристы

Юристы непосредственно вовлечены в финансовую деятельность. Использование любого финансового инструмента — будь то акции, облигации, фьючерсы или опционы — сопровождается необходимостью подписания комплексного юридически действительного контракта, равно как и подачей большого количества юридических документов в органы государственного регулирования. В известном смысле юристы — настоящие инженеры, конструкторы и создатели финансовых инструментов.

Очевидно, что во многих случаях границы между чисто финансовыми и другими правовыми вопросами могут быть «размытыми»; безусловно, большинство контрактов, с которыми имеют дело юристы, содержат различные финансовые составляющие, включая соглашения о найме на работу, аренде или расторжении брака.

Юристы, специализирующиеся на законодательстве о ценных бумагах, банкротстве, корпоративном или договорном праве, считаются довольно противоречивыми фигурами, так многие люди уверены, что главная задача профессионалов в сфере права — помочь богатым стать еще богаче. Юристы, оказывающие помощь при заключении договоров, безусловно, защищают своих клиентов, преследующих те или иные особые интересы. Конечно же, далеко не все их клиенты обладают крупными состояниями. Когда юрист составляет облигационное соглашение, те или иные выгоды извлекут все, кому эта ценная бумага принесет доход. Среди них могут быть как бедные, так и богатые.

Роль юристов в обществе зависит от ресурсов, которыми располагают те, кто обращается за получением юридических услуг. Если услуги юриста может оплатить

только богатый клиент, то представители этой профессии будут «подгонять» свои карьеры и свои рекомендации к потребностям состоятельных клиентов. Но так не должно быть.

Доступность юристов в общем...

Различия между странами в количестве юристов в расчете на душу населения огромны. Среди стран, о которых у нас имеются соответствующие данные, на первом месте находится Израиль. В этом государстве один юрист приходится на 169 человек. Второе место занимает Бразилия (один юрист на 255 человек), а третье место — США (один юрист на 273 человека). Следующими в этом перечне идут различные развитые европейские страны. На другом полюсе расположены страны Азии. В Японии один юрист приходится на 4197 человек, в Южной Корее — на 5178 человек, а в Китайской Народной Республике — на 8082 человека¹. Таким образом, в Израиле количество юристов в расчете на душу населения почти в 50 раз больше, чем в Китае!

В чем причина столь огромных различий? Научной литературы, которая отвечала бы на этот вопрос, не существует. Столь заметная разница, вне всякого сомне-

1. Источники данных на 2010 г.: Израиль — Израильская коллегия адвокатов, http://www.israelbar.org.il/english_inner.asp?pgId=103336&catId=372; Бразилия — Бразильский юридический совет (Ordem dos Advogados do Brasil), <http://www.oab.org.br/relatorio-AdVOAB.asp>; США — Американская коллегия адвокатов, http://www.americanbar.org/content/dam/aba/migrated/marketresearch/PublicDocuments/2011_national_lawyer_by_state.authcheckdam.pdf; Япония — Японская коллегия адвокатов, http://www.nichibenren.or.jp/ja/jfba_info/membership/index.html; Республика Корея — Корейская коллегия адвокатов, <http://www.koreaherald.com/opinion/Detail.jsp?newSMLId=20101209000705>; Китай — информация Министерства юстиции КНР, http://www.moj.gov.cn/index/content/2010-05/27/content_2157168.htm.

ния, обусловлена комплексом культурных и институциональных особенностей стран мира.

Взять хотя бы Израиль. О склонности израильтян к сутяжничеству ходит множество шуток. В одной из них описывается сценка, происшедшая во время Шестидневной войны, когда в пустыне случайно столкнулись израильский и египетский танки. Механик-водитель последнего выбирается из боевой машины с криком: «Сдаюсь!» Его израильский коллега выпрыгивает из люка и кричит: «Он врезался в меня сзади! Засужу!»

Израильская культура, поощряющая судебные иски, бесспорно, сформировалась под влиянием традиционного иудейского права — галахи. Возможно, это обусловлено повышенным вниманием, которое уделялось хозяйственным вопросам и разрешению хозяйственных споров в традиционном праве, уходящем корнями вглубь тысячелетий.

Наличие в стране большого количества юристов может отражать и существующую в ней обременительную правовую традицию. Вот как описывает ситуацию в Бразилии Бельмиро Кастор в книге *Brazil Is Not for Amateurs* («Бразилия не для дилетантов»): «Учитывая невероятную сложность и формализм бразильских законов, судебная система оказывает незначительную помощь. Апелляции, жалобы и отсрочки приводят в восторг юристов и ввергают в отчаяние истцов. Подача судебного иска для того, чтобы покончить с несправедливостью, исправить ошибку или возместить ущерб, неизменно является сложной и затратной процедурой... В некоторых случаях ситуация находится на грани абсурда»².

По Б. Кастору, сложность правовой системы Бразилии, в свою очередь, уходит корнями в более глубокие аспекты культуры страны. В частности, к ним относится такая черта национального характера бразильцев, как *jeitinho*, то есть склонность к импровизации, нежелание

2. Castor (2002): 189.

подчинятся правилам, умение находить ведущие к цели окольные пути. Тем самым ориентироваться в установленных правилах становится по меньшей мере вдвое труднее. В результате свойственная Бразилии атмосфера может быть в высшей степени благоприятной для юридического бизнеса.

Объяснение различий между странами по количеству юристов в расчете на душу населения — трудная задача. Но нельзя не отметить следующее обстоятельство. Процветание предпринимательства в таких странах, как Израиль и США, отчасти обусловлено тем, что относительно большое количество юристов открывает возможность осуществления большего количества сложных действий с большей уверенностью в их положительном результате.

...и для людей с низкими и средними доходами

Впрочем, гораздо более важной считается проблема отсутствия в большинстве стран мира адекватного доступа к услугам юристов для людей с низкими и средними доходами. Ее отрицательные последствия проявляются различным образом, включая неспособность легко понять содержание простых финансовых документов, таких как договоры о жилищной ипотеке или кредитных картах. Начавшийся в 2007 г. глубокий финансовый кризис был усугублен тем, что большинство людей с низкими и средними доходами имеют возможность получать только поверхностные правовые и финансовые советы.

В большинстве стран предоставление юридических советов людям с низкими доходами, по крайней мере в некоем минимальном объеме, субсидируется государством. Но в некоторых из них формы правовых консультаций более полные. В Великобритании ответственность за оказание юридических услуг людям с низкими

доходами возложена на Комиссию по юридическим услугам. Ежегодно ее клиентами становятся около 2 миллионов человек, в то время как бюджет организации составляет 2 миллиарда фунтов. Таким образом, расходы на предоставление услуг достигают 1000 фунтов в расчете на клиента и около 40 фунтов в расчете на душу населения Великобритании. Эти услуги дополняются общегосударственной сетью Бюро консультаций населения, предоставляющих советы по более широкому спектру проблем. Вопрос о том, в какой степени деятельность этих организаций удовлетворяет потребности населения, остается открытым. Но не вызывает сомнений, что в Великобритании положение в рассматриваемой нами сфере обстоит гораздо лучше, чем во многих других странах.

В Канаде примерно такой же круг услуг примерно в таком же объеме, что и английская Комиссия по юридическим услугам, предоставляется финансируемой государством организацией «Юридическая помощь Онтарิโอ».

В большинстве стран на основе *pro bono* предоставляется ограниченное количество бесплатных юридических консультаций. Неудивительно, что они пользуются повышенным спросом. В результате люди с низкими доходами лишены возможности легко заключать финансовые контракты и не имеют оснований ожидать, что они будут выполнены. В целом эти люди оказываются вне финансовых технологий, которые обеспечили процветание столь многим гражданам.

Финансовые советники

В развитых странах, с их традицией соответствия сферы финансов самым современным требованиям, велико количество не только юристов, но и финансовых консультантов. Например, в США в 2008 г., согласно данным Бюро трудовой статистики, насчитывалось

208 тысяч личных финансовых советников, или один на каждые 1500 человек населения страны³. И вновь мы считаем, что количество таких специалистов не соответствует реальным потребностям в их услугах.

Необходимость государственного субсидирования финансовых и юридических консультаций может быть обоснована тем, что оно порождает внешний эффект, заключающийся в правильно функционирующем обществе, когда никто из его членов не воспринимает себя как человека, исключенного из финансового мира и впоследствии наказанного за сделанные ошибки.

В США уже осуществляется *некоторое* государственное субсидирование правовых и финансовых консультаций, поскольку затраты на соответствующие услуги подлежат вычету из личных подоходных налогов. Данная форма выгодна только людям с более высокими доходами, принадлежащим к более высокой категории налогоплательщиков и имеющим возможность соответственно классифицировать свои вычеты. Необходимо демократизировать государственное субсидирование юридических и финансовых консультаций так, чтобы обращение к ним было действительно выгодно каждому человеку, а не только богатым американцам.

Государственное субсидирование финансового консультирования послужило бы значительной демократизации финансов, поскольку тем самым люди получили бы доступ к информации, необходимой им для принятия осознанных финансовых решений.

В настоящее время во многих странах осуществляются государственные программы повышения уровня финансовой грамотности населения. Соответствующие учебные материалы во многих случаях представлены на веб-сайтах государственных регулятивных органов. И поэтому реализация подобных программ не требует крупных денежных затрат.

3. <http://data.bls.gov:8080/oepl/servlet/oepl.nioem.servlet.ActionServlet>.

Однако потребности людей не ограничиваются просмотром интернет-страниц. Они нуждаются в реальных экспертных советах по финансовым проблемам — консультациях, соответствующих их индивидуальным потребностям и направленным на повышение их благосостояния. Предоставление таких советов обходится очень дорого.

В современной рыночной экономике продавцы финансовых продуктов выполняют важнейшую роль, предоставляя клиентам новую информацию. Но если мы нуждаемся в финансовых консультациях, то не должны полагаться исключительно на услуги продавцов. Советник, если оплата его услуг осуществляется из государственных средств, обязан подписать соответствующее заявление, этический кодекс и взять на себя обязательство о том, что он не будет брать комиссионные за рекомендации клиенту определенных финансовых продуктов, поставщики которых выплачивают вознаграждение распространителям.

В США в качестве образца могут рассматриваться требования, предъявляемые ко всем членам Национальной ассоциации личных финансовых советников (НАЛФС, NAPFA):

В соответствии с определением НАЛФС, финансовый советник на постоянной ставке получает денежное вознаграждение исключительно со стороны клиента; ни сам советник, ни какая-либо из связанных с ним сторон не получают вознаграждения, источником которого является покупка или продажа финансового продукта. Ни члены НАЛФС, ни аффилированные с ними лица не могут получать от других людей комиссионные, скидки, поощрения, комиссию за посредничество, премии или денежное вознаграждение в любых других формах, обусловленные тем, что клиент последовал предложенным ему рекомендациям по финансовому планированию. К примерам соглашений о денежном вознаграждении, не соответствующим определению НАЛФС практики финан-

сового советника на постоянной ставке, относятся также соглашения о «зачете платежей», комиссионные, взимаемые согласно правилу «12b-1» (за продвижение и рекламу взаимных фондов), страховые скидки или трансакции, основывающиеся на соглашениях об обновляемых или секретных платежах⁴.

Однако услуги советников НАЛФС обходятся дорого: час работы оценивается в диапазоне 75–300 долларов, что не укладывается в бюджеты многих людей, даже представителей среднего класса. Необходимо законодательно закрепить положение, согласно которому любые финансовые советы, за которыми стоит государственное субсидирование, предоставлялись бы только в том случае, если консультанты берут перед клиентами такие же обязательства, принятия которых требует от своих членов НАЛФС.

Большинство тех, у кого возникли проблемы с сердцем, не могут позволить себе обращение к кардиохирургам. И поэтому американское государство субсидирует медицинское страхование людей с низкими доходами. Субсидирование медицинских консультаций — общая практика для самых разных стран мира. Мы видим (особенно в условиях продолжающегося, и прежде всего в США, финансового кризиса), что многие люди совершили ошибки при покупке жилых домов и выборе своих ипотечных кредитов. Если бы они своевременно обратились за *финансовыми* консультациями и получили правильные советы, то, вероятно, избежали бы нынешнего тяжелого положения. Предотвращение финансовых кризисов, подобных тем, в котором мы все сейчас находимся, — прекрасный пример внешнего эффекта, полностью оправдывающего государственное субсидирование общедоступных финансовых и юридических советов.

4. <http://www.napfa.org/membership/OurStandards.asp>.

Юридические и финансовые советники как ключевые элементы финансового капитализма

Расширяющийся доступ к правовым и финансовым консультациям, возможность обратиться к терпеливому и благожелательному советнику — один из ключевых факторов развития гибкого финансового капитализма в будущем.

Если люди будут пользоваться услугами квалифицированных юридических и финансовых консультантов, действительно *представляющих* интересы клиентов, единственным стремлением которых является оказание реальной помощи, они будут принимать более взвешенные решения. Люди получат возможность заключать контракты и брать на себя ответственность за инвестиции, осуществление которых будет основываться на творческом применении финансовой теории к решению индивидуальных проблем. В случае необходимости оценки финансовых продуктов не будет нужды опираться на их традиционность как главный показатель качества. У людей исчезнет потребность прибегать к манипулированию цифрами в попытке показать, что они делают только то, что и все остальные, поступают как все. Люди будут реже попадать в силки жуликов, пытающихся выставить себя продолжателями «старых добрых» традиций.

Обязательно найдутся те, кто будет утверждать, что финансовые и юридические консультации никак не могли предотвратить некоторые из ошибок, приведших к текущему финансовому кризису. Возможно, они по-своему правы — большинство юридических и финансовых советников не обладали «иммунитетом» к некоторым из основных такого рода ошибок. Перед тем как в 2007 г. финансовая система начала трещать по швам, они и сами, видимо, стали жертвами ошибочных суждений (о том, что цены на жилую недвижимость никогда

не идут резко вниз, или о том, что рейтинги AAA, присвоенные ценным бумагам, являются надежным показателем их безопасности).

Пусть так. Но даже в этом случае юридическим и финансовым консультантам, терпеливо разъясняющим суть тех или иных вопросов на встречах с клиентами, скорее всего, удалось бы добиться ограничения масштабов ошибок (таких, как приобретение самых больших по площади домовладений или покупка сразу нескольких домов), которые были в огромном количестве сделаны перед наступлением кризиса. Когда человек занимает крупную сумму денег, необходимую для осуществления инвестиций, его риски резко возрастают, так как небольшое снижение стоимости вложений способно разорить инвестора, о чем должно быть прекрасно известно любому компетентному советнику. Последнего специально обучали тому, чтобы принимать во внимание весь диапазон возможных инвестиций и учитывать риски, присущие использованию кредитного рычага.

Дальнейшее развитие сектора услуг, предоставляемых юридическими и финансовыми консультантами, включая государственную поддержку обслуживания клиентов с низкими доходами, позволит изменить культуру нашего общества. Оно будет способствовать расширению общественного дискурса, который, в свою очередь, может помочь изменить традиционный образ мыслей и лучше увязать между собой теоретические знания и реальные проблемы, с которыми сталкиваются люди, а также сделать эту связь более своевременной и уместной. Чем больше людей получают доступ к специалистам, обладающим полезными знаниями, тем более разумным будет подход общества к финансовому капитализму.

ГЛАВА 11

Лоббисты

СОВРЕМЕННОЕ общество обеспокоено различными аспектами финансов. Но наиболее часто оно выражает тревогу относительно способности финансового сообщества устанавливать контроль над принятием решений государственными органами. Для того чтобы представить свое дело в наиболее выгодном свете, представители финансовых кругов нанимают лоббистов, убеждающих законодателей принять «правильную» сторону. Текущий финансовый кризис наглядно подтвердил обоснованность этих тревог. Мы не раз становились свидетелями того, что помощь государства и фаворитизм соответствуют определенным финансовым интересам.

Недостаточное противодействие силе лоббистов

В опубликованных в 2003 г. мемуарах *Take on the Street* («Бросить вызов Уолл-стрит») Артур Левитт, возглавлявший деятельность Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в 1993–2001 гг., вспоминает:

На протяжении всех проведенных в Вашингтоне семи с половиной лет я не переставал удивляться тому, чему мне приходилось быть свидетелем. Более всего меня поразила та мощь, та сила, которой обладали группы, преследовавшие особые финансовые интересы. Они незамедлительно обращались к ней в случаях, когда предлагавшееся правило или поправка в законодательство могли нанести им тот или иной ущерб.

Им не было дела до того, что планируемое изменение могло помочь широким кругам простых инвесторов. Группы, представлявшие фирмы с Уолл-стрит, компании взаимных фондов, бухгалтерские фирмы или корпоративных менеджеров быстро, как будто они имели специальные лазерные прицелы, определяли все цели, представлявшие малейшую угрозу их интересам, и начинали «огонь на поражение». Индивидуальные инвесторы, не имевшие ни организованного лобби, ни деловой ассоциации, которые представляли бы их интересы в Вашингтоне, никогда не догадывались, с какой стороны был нанесен удар¹.

Заключение финансовых сделок между деловыми людьми, о котором мы уже говорили, дополняется заключением сделок между деловыми предприятиями, организациями и избранными должностными лицами правительства или между деловыми предприятиями и организациями, пользующимися поддержкой государства. Эти сделки могут быть и продуктивными. Однако в некоторых случаях действия сторон выглядят аморальными. Взятничество считается нарушением закона, но оно принимает трудноуловимые, едва различимые формы. Например, во многих случаях член конгресса, поддерживающий интересы бизнеса, ожидает получения вознаграждения в форме доходного места в частном секторе *после* окончания своей службы на государственном посту.

А. Левитт подробно описывает, как деловые люди привлекали на свою сторону конгрессменов для борьбы с правилами, вводившимися Комиссией по ценным бумагам и биржам. В случае несогласия с предъявляемыми требованиями эти люди угрожали лично А. Левитту. В приложениях к его книге приводятся реальные письма, поступавшие от членов конгресса в адрес председателя Комиссии, с недвусмысленными предупреждениями о возможных ответных действиях (написанные,

1. Levitt (2003): 251.

конечно же, образным языком, чтобы завуалировать их смысл). Одним из самых беспощадных адептов интересов большого бизнеса, не стесняющегося в средствах, по мнению А. Левитта, был конгрессмен Билли Тоузин, начинавший свою политическую деятельность в Луизиане как демократ, но впоследствии перешедший под знамена Республиканской партии. В 2004 г. Тоузину не удалось добиться переизбрания в конгресс США, и он занял пост главы организации под названием «Американские исследователи и изготовители фармацевтической продукции» (АИИФП, PHRMA). АИИФП назначила бывшему конгрессмену оклад в размере 2,5 миллиона долларов в год, «перебив» тем самым предложение Американской ассоциации кинокомпаний (ААК, МРАА), обещавшей «всего» 1 миллион долларов.

В то время, в отличие от наших дней, когда конгресс ужесточил свои собственные правила лоббирования, в действиях У. Тоузина не было ничего противозаконного. Но в соответствии с принятым в 2007 г. Законом о добросовестном руководстве и открытом правительстве (HLOGA), утвержденным президентом США Джорджем Бушем, сегодня члены палаты представителей имеют право лоббировать те или иные интересы в федеральных органах власти только через год после того, как они уйдут в отставку со своих должностей. У. Тоузин все равно мог бы стать лоббистом, но теперь, перед началом своей деятельности ему пришлось бы сделать небольшой перерыв.

Невозможно доказать, что У. Тоузин не был целиком и полностью искренним в своих намерениях. В то же время существуют, по крайней мере, потенциальные основания (даже с учетом годовичного ожидания) для того, чтобы объявить подобную карьеру не совсем нормальной. В конечном счете американское государство функционирует достаточно эффективно потому, что честные люди воздерживаются от действий (или от того, что их могут обвинить в такого рода поступках), которые могли бы запятнать их репутацию.

В течение последних десятилетий по мере усиления и усложнения лоббируемых финансовых интересов происходили изменения матрицы влияния бизнеса на государство, и реформы, подобные Закону о добросовестном руководстве и открытом правительстве, никогда не позволяют компенсировать их отрицательные последствия. Сегодня группы, лоббирующие интересы определенных групп бизнеса, располагают средствами, объем которых не идет ни в какое сравнение с бюджетами групп, отстаивающих истинные интересы общества.

Например, лоббистская группа «Американцы за финансовую реформу» представляет собой коалицию борцов за гражданские права, права потребителей, инвесторов, пенсионеров, местных общин, трудящихся религиозных и некоторых деловых групп. Ее ежегодный бюджет составляет 2 миллиона долларов. В соответствии с проведенным этой группой анализом данных, предоставленных различными лоббистскими организациями, расходы только финансового сектора США на продвижение интересов отрасли составляют 1,4 миллиона долларов *в день*².

Лоббирование финансовых интересов отнюдь не всегда является исключительно своекорыстным. В некоторых случаях лоббистские группы приходят к законодателям с важными новыми идеями. Например, в 1933 г. Национальная ассоциация советов по недвижимости (NAREB, наследница которой — современная Национальная ассоциация риэлтеров) представила правительству США предложение о создании структуры, которая в итоге получила известность как Корпорация по кредитованию домовладельцев (Home Owners' Loan Corporation — HOLC)³. Конгресс незамедлительно одобрил это предложение, в том же году приняв закон об учреждении правительственного агентства.

2. <http://ourfi.nancialsecurity.org>.

3. «National Realtors Call for Reforms», *Washington Post*, January 29, 1933, p. SP19.

В данном случае NAREB, безусловно, действовала в значительной степени исходя из своих собственных интересов. HOLC действительно помогла отрасли справиться с плохими ипотечными кредитами. Одновременно она пришла на выручку домовладельцам, оказавшимся на грани утраты своего жилья. Последний результат был особенно важен во времена высокой безработицы и отчаянно плохого положения, когда для очень многих семей изъятие банками находившегося в залоге жилья стало бы огромной потерей. Принятие предложения лоббистов, отстаивавших интересы торговцев недвижимостью, стало правильным шагом со стороны государства. Было ли оно выгодно прежде всего ипотечной отрасли? Это отнюдь не очевидно, тем более что предлагавшаяся HOLC срочная «помощь» обходилась налогоплательщикам относительно недорого⁴. Создание корпорации представляло собой сделку с труднопредсказуемым исходом, но в конечном итоге она оказалась выгодной и для ипотечных заимодателей, и для их клиентов.

Таким образом, лоббисты действительно делятся своими экспертными знаниями о финансовых рынках с законодателями, что во многих случаях помогает избежать серьезных политических ошибок.

Но не следует забывать и об отрицательных последствиях лоббистской деятельности, направленной на усиление влияния крупнейших финансовых групп. Согласно данным Бюджетного управления американского конгресса, в 1979–2007 гг. средние реальные доходы после уплаты налогов, которые получали 1% наиболее богатых граждан США, возросли на 275% (весьма значительный рост). За то же самое время доходы самых бедных 20% населения страны увеличились всего на 18%⁵. Очевидно, что мы стали свидетелями резкой концентрации доходов в пользу наиболее состоятельных людей.

4. Harriss (1951).

5. U. S. Congressional Budget Office (2011): 1.

Джейкоб Хэкер и Пол Пирсон в своей книге *Winner-Take-All Politics* («Политика „победитель получает все“») (2010) утверждают, что немалую роль в происходившем начиная с 1979 г., в возрастании доходов после уплаты налогов наиболее богатых американцев сыграли увеличение количества и растущий профессионализм лоббистов, отстаивавших финансовые и деловые интересы различных групп. Несмотря на то что авторы не приводят доказательства наличия причинно-следственной связи между ростом доходов и увеличением количества лоббистов, они предлагают целый ряд довольно убедительных косвенных свидетельств.

Впрочем, Дж. Хэкер и П. Пирсон не настаивают на том, что в будущем ситуация еще более ухудшится. Но все большее усложнение состава и структуры финансового сообщества, а также усиление контроля со стороны регулятивных государственных органов будет способствовать улучшению ситуации. Нет, по мнению авторов, важную роль в усилении влияния лоббистов играют привходящие обстоятельства. Дж. Хэкер и П. Пирсон полагают, что увеличивающееся количество людей, готовых оплачивать услуги лоббистов с тем, чтобы со страниц печатных изданий не сходили описания случаев, связанных с такими социальными проблемами, как права геев или право на преждевременное прекращение беременности, привело к образованию вакуума, недостатка в лоббистах, готовых выступать за решение проблем, важных для американцев с низкими доходами.

Предлагаемое Дж. Хэкером и П. Пирсоном решение проблемы чрезмерной силы финансовых лоббистов заключается в «оказании организованного устойчивого давления на законодателей, направленного на то, чтобы американская политика была более чуткой, отзывчивой и открытой для участия в ней граждан»⁶. Демон-

6. Hacker and Pierson (2010): Kindle edition, location 5089.

кратические общества имеют долгую историю создания и развития законодательства, направленного на ограничение власти групп богатых людей и сильных организаций, преследующих собственные интересы. Деньги не обеспечивают однозначной возможности влияния на государство. И действительно, исследования, направленные на обнаружение воздействия денежных взносов на проведение избирательных компаний, в большинстве случаев приносят удивительно ограниченные результаты⁷. Купить выборы довольно сложно, так как, обнаружив слишком большое количество агитационных материалов партии или кандидата, избиратели наверняка поймут, что дело тут нечисто. Для того чтобы с подозрением относиться к кандидату, в огромных количествах закупающему рекламные время и площади, большого ума не надо. Но, как заметил Роберт Гест, редактор отдела бизнеса журнала *The Economist*, «политика формируется не столько кровью или деньгами, сколько идеями»⁸. Именно поэтому богатые люди часто не обращаются к услугам лоббистов, а финансируют близкие им по взглядам исследовательские центры. Но и последние успешны только в той степени, в которой они способны осуществить свои идеи в реальной жизни.

В США история законодательства, посвященного лоббистской деятельности, пестреет примерами попыток, направленных на сдерживание чрезмерного влияния групп, преследующих свои частные интересы. В частности, принятые в 1946 г. «Федеральные правила лоббистской деятельности» требовали обязательной регистрации лоббистов у секретаря палаты представителей и секретаря сената американского конгресса, а Закон о раскрытии информации о лоббистской деятельности (1995 г.) — предоставления лоббистами письменных полугодовых отчетов о «проделанной работе». Еще бо-

7. Stratmann (1991).

8. <http://www.thedailymaverick.co.za/article/2011-05-26-how-really-powerful-are-the-people-with-brains-and-money>.

лее жесткие требования к раскрытию информации предусмотрены в принятом в 2007 г. Законе о добросовестном руководстве и открытом правительстве (HLOGA). Сегодня члены конгресса прекрасно осведомлены о возможности возникновения скандалов и проявляют повышенную осторожность в случаях, когда речь заходит о принятии любых подарков со стороны финансовых лоббистов. В соответствии с HLOGA был создан веб-сайт, благодаря которому публика имеет возможность наблюдать за действиями лоббистов. Помимо США, столь же обширное законодательство, регулирующее лоббистскую деятельность, действует еще в нескольких странах, а законы о раскрытии соответствующей информации — в Австралии, Канаде, на Тайване и Украине.

Еще одна тактика контроля над лоббистами предполагает принятие правил финансирования избирательных кампаний (известных как «чистые деньги» или «принадлежащие избирателю»), запрещающих внесение крупных денежных взносов в пользу кандидатов или партий. Проведение этой реформы позволило бы значительно ослабить силу лоббистов, которую они могли бы проявить, действуя в эгоистических интересах богатых. Подобные законы действуют в целом ряде стран. В Великобритании, например, они были приняты еще в XIX столетии. В США аналогичные законы действуют в нескольких штатах, а в остальных ведутся кампании за их принятие. Но эти инициативы, скорее всего, будут заблокированы в своекорыстных интересах различных групп. По мнению профессора Гарвардской школы права Лоуренса Лессига, которое он высказал в книге *Republic Lost: How Money Corrupts Congress— and a Plan to Stop It* («Пропавшая республика: как деньги ведут к коррупции в конгрессе и как изжить ее») (2011 г.), к успеху движения за изменение законов о выборах может привести только широкая демократическая кампания⁹.

9. Lessig (2011).

И все же лоббисты способны приносить пользу обществу

Проблема заключается совсем не в том, что выразители финансовых интересов пытаются оказать влияние на законодателей. Вообще говоря, необходимо, чтобы *каждая* крупная общественная группа имела возможность оказать законодателям помощь в принятии ими решений; следовательно, имеется законная причина для образования групп, защищающих свои особые интересы. Согласно данным, представленным на сайте [opensecrets.org](http://www.opensecrets.org), на защиту финансовых, страховых интересов и интересов, связанных с торговлей недвижимостью, пришлось менее 15% всей осуществлявшейся в 2011 г. деятельности лоббистов¹⁰. Следует упомянуть и о лоббистской деятельности в пользу различных религиозных конфессий, благотворительных групп и помогающих профессий.

Законодатели нуждаются в лоббистах, так как общение с ними — единственный способ получить информацию, необходимую для всесторонней оценки воздействия принимаемых законов на общественные группы с различными интересами. Лоббисты выступают посредниками в передаче законодателям соответствующих сведений от заинтересованных групп. Приверженные соблюдению моральных принципов лоббисты помогают принимать хорошие законы. Лоуренс О'Доннел-мл., прослуживший в аппарате сената американского конгресса с 1988 по 1995 г., вспоминал: «Есть и достойные уважения лоббисты, и я каждый день встречался с ними. Под достойными уважения лоббистами я имею в виду не только тех, кто *pro bono* лоббирует интересы благотворительных организаций»¹¹.

10. <http://www.opensecrets.org/lobby/top.php?indexType=c>.

11. «Good Lobbyists, Good Government», *Los Angeles Times*, January 13, 2006, <http://articles.latimes.com/2006/jan13/opinion/oe-odonnell13>.

Люди какого типа становятся лоббистами групп, преследующих частные интересы? Моральные принципы его или ее *per se* столь же высоки, как и у большинства населения. Представительство в деле с участием заинтересованной группы не может быть неэтичным само по себе, как не является нарушением принципов морали защита адвокатом клиента в уголовном деле, даже если виновность клиента не вызывает сомнения.

В большинстве случаев лоббистами становятся люди, пристально интересующиеся публичной политикой; они рассматривают свою профессию как возможность участвовать в решении интересных им вопросов, одновременно получая очень хорошие доходы. Все довольно просто. Нередко в лоббисты идут и бывшие законодатели. Или люди, интересующиеся политикой, но не готовые к жертвам, которые приходится приносить слугам народа. Лоббисты могут находить волнующими действия за сценой, испытывая чувство глубокого удовлетворения от исполнения своей роли. Вот как профессиональный лоббист Джозеф Миллер описывает в книге *The Wicked Wine of Democracy: A Memoir* («Коварное вино демократии: мемуары») приобретенный за многие годы опыт: «В течение пяти лет я был непосредственным свидетелем того, как делается большая политика. Тем не менее я настаиваю на том, что руководствовался благородными принципами, что истинной нашей целью было благо человечества. Если это звучит безнадежно наивно, то я признаю себя виновным».

В то же время Дж. Миллер описывает и искушения, с которыми сталкивается лоббист: «Когда я поделился своими опасениями с другом, лоббировавшим интересы бизнеса, он рассмеялся и сказал: „Давай подождем до тех пор, когда ты получишь сотню тысяч только за внесение безобидной поправки или маленькой оговорки, добавленной к туманному проекту закона. Тут-то ты и подсядешь. Это как сорвать банк. Ты жить без этого не сможешь“. Он оказался прав». Впрочем, Дж. Миллер удержался от полной и безоговорочной капитуляции

перед искушениями и соблазнами. Когда ему заплатили за попытку повлиять на Стюарта Юдалла, видного члена палаты представителей конгресса, с тем чтобы тот выступил в пользу менее чем идеалистической идеи, Дж. Миллер в конечном итоге отказался от предложения и возвратил деньги: «Стюарт Юдалл был моим другом. Ожидалось, что мне удастся повлиять на него. <...> Но я даже не пытался. Слишком грубо»¹².

Распространенное в современном обществе скептическое отношение к лоббистам обусловлено отношением к ним как к наемникам, защищающим интересы богатых людей. В действительности, если рассматривать лоббистов как отдельную общественную группу, ее представители, по всей видимости, отличаются большей гражданственностью, чем широкие круги населения. В демократическом обществе лоббисты должны очень хорошо знать реальные проблемы, которые обсуждаются законодателями.

Разумеется, известие о том, что лоббистам удалось убедить американский конгресс в необходимости освобождения автомобильных дилеров от надзора со стороны Бюро по финансовой защите потребителей, вызвало определенное раздражение общественности. Им до сих пор удается добиваться субсидий для фермеров, хотя всем понятно, что федеральная поддержка практически бесполезна. В то же время далеко не все осознают, что ущерб от этих действий с лихвой перекрывается одной выгодой: ответственные за принятие решений государственные деятели получают от лоббистов ценную информацию о реальном положении дел в различных сферах. Восторг, испытываемый лоббистом, когда он узнает о внесении изменений в закон (о котором рассказывает Дж. Миллер), отражает то, с каким трудом ему удается добиться своей цели.

Лоббисты далеко не всемогущи. В прошлом считалось, что для защиты внутренних производителей го-

12. Miller (2008): 158, 157, 163.

сударство должно поддерживать высокие ввозные пошлины на аналогичную продукцию. Тарифная защита рассматривалась как неизбежность, поскольку выгоды повышения любой отдельно взятой таможенной пошлины достаются небольшой группе производителей, в то время как издержки распространяются на общество в целом. Отсюда делался вывод о том, что лоббирование в пользу высоких ввозных пошлин будет успешным всегда и везде. Однако принятие Генерального соглашения о тарифах и торговле (ГАТТ) привело к сокращению ввозных пошлин (до близких к нулю значений) в большинстве стран мира. Аналогичная судьба, возможно, ожидает и финансовых лоббистов. Проявляемая сегодня многими гражданами тревога относительно чрезмерного влияния финансовых лоббистов уже инициировала процесс, направленный на ограничение их роли.

В том случае, когда деятельность лоббистов регулируется должным образом, она имеет важнейшее значение, так как только финансовое сообщество обладает экспертными знаниями, необходимыми для понимания финансового рынка, и способностями оценивать осуществляемую на нем политику. Отслеживание и регулирование лоббистской деятельности, безусловно, необходимо, но она является неотъемлемой составляющей здоровой современной экономики.

Реформирование лоббистской деятельности и лоббистов

Процесс совершенствования раскрытия информации, имеющей отношение к лоббированию и пожертвованиям на проведение различных политических кампаний, продолжается непрерывно. Сделать еще предстоит очень многое; например, нуждаются в улучшении правила относительно раскрытия актуальной силы лоббистских действий. Если говорить о современных США, то американские компании имеют возможность финан-

сировать проведение политических кампаний, используя услуги посредников, не обязанных раскрывать информацию о своей деятельности¹³.

Более того, отсутствие эффективного представительства лоббистами интересов бедных американцев будет означать дальнейшее усиление социального неравенства. Фактические данные об участии в голосованиях членов конгресса США свидетельствуют о том, что голоса богатых граждан принимаются во внимание в непропорционально значительной степени. Политолог Ларри Бартелс проанализировал данные о голосованиях и доходах, представленные в «Национальном избирательном обзоре», и обнаружил, что по сравнению с высшими двумя третями избирателей, разделенных по размеру доходов, граждане, принадлежащие к нижней трети, не оказывают практически никакого влияния на голоса своих представителей в конгрессе США¹⁴.

В прошлом в качестве лоббистов, представлявших интересы беднейших слоев населения, выступали прежде всего профессиональные союзы. Но в наши дни профсоюзы утратили былое влияние в большинстве стран мира¹⁵. Символично, что наиболее важные изменения в их положении произошли благодаря агрессивным шагам Рональда Рейгана, быстро справившегося с кризисом, связанным с забастовкой авиадиспетчеров в 1981 г., и Маргарет Тэтчер, в 1985 г. заставившей отступить Национальный союз горняков. Международная конкуренция и принятие новых законов о труде привели к ослаблению профсоюзов как традиционного источника силы и одной из сторон в переговорах с предпринимателями. Мы, как общество, обязаны разработать другие, возможно значительно отличающиеся от при-

13. Committee on Disclosure of Corporate Political Spending, Petition for Rulemaking, August 3, 2011, <http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-637.pdf>.

14. Bartels (2005).

15. Visser (2003).

меняемых в прошлом, способы проявления лоббистских усилий, осуществляемых от имени людей, интересами которых сегодня откровенно пренебрегают.

Нам необходимы лоббисты, которые представляли бы интересы *всех* общественных групп, включая «остальные 99%», с которыми идентифицируют себя протестующие из движения «Занимай Уолл-стрит». Законы о раскрытии информации о лоббистской деятельности сами по себе не способны восстановить баланс лоббистских усилий.

Нам необходимо найти способы поощрения лоббистской деятельности, осуществляемой в интересах малообеспеченных групп населения. Субсидирование лоббирования публичных интересов пока безгласных людей — благородная задача для филантропов. И многие из них уже занимаются поисками соответствующих решений.

ГЛАВА 12

Регуляторы

НЕСМОТРЯ на то что те, кто ответствен за регулирование, обладают собственным видением и осознают свое предназначение, в дискуссиях, посвященных положению на финансовых рынках, их голос звучит очень тихо. Мы много слышим об энергичных и эффективных предпринимателях и почти ничего не знаем о людях, работающих в регулятивных учреждениях, независимо от того, занимаются ли они упорядочиванием деятельности в государственном управлении или в промышленности. В действительности регуляторы и их светлые головы имеют фундаментально важное значение для финансовой системы. Именно они создают и интерпретируют все действительно первостепенные правила игры.

Точно так же, как и в спорте, в бизнесе необходимы арбитры, принуждающие участников игры к соблюдению установленных правил. Каждый заинтересован в том, чтобы игра была честной. Тот факт, что игроки пытаются выйти за установленные ограничения или вступают в споры с рефери, отнюдь не означает желания избавиться от него. Точно так же участникам хозяйственной деятельности необходимы регуляторы, ведь устанавливаемые для всех игроков правила необходимы совсем не для того, чтобы ухудшить положение кого-то из них. Напротив, в большинстве случаев правила создают преимущества для всех. В отсутствие эффективных правил мы будем вынуждены совершать даже те действия, которые каждому из нас могут казаться сомнительными с точки зрения бизнеса в целом. Вот почему

участники хозяйственной деятельности учреждают собственные саморегулирующиеся организации, призванные разрабатывать и вводить правила, в большинстве случаев (впрочем, конечно же, не всегда) соответствующие общественным интересам.

В то же время некоторые исследователи отказывают регуляторам в выполнении полезных функций. Анализируя результаты проведенного в 1954 г. исследования профессиональных доходов и регулирования (с участием Саймона Кузнецца), Милтон Фридмен в своей книге «Капитализм и свобода» (1962) резко выступает против вмешательства государства в хозяйственные дела, и прежде всего против лицензирования профессиональной деятельности¹. По его мнению, регулирование в значительной степени является циничной уловкой, направленной на ограничение предложения услуг с целью поддержания высоких цен. Книга М. Фридмена стала очень влиятельной и во многом способствовала формированию в обществе неприязненного отношения к регулированию. Важный вклад в развитие этой темы внес его коллега по Чикагскому университету Джордж Стиглер, написавший в 1971 г., что «как правило, отрасль „захватывает“ регулирование в свои руки, а затем конструирует и использует его к своей собственной выгоде»². Как считает ученый, основная цель регулирования, независимо от того, идет ли речь о государственном регулировании отрасли или ее саморегулировании, заключается в том, чтобы не допустить входа на рынок новых конкурентов.

Несмотря на доводы М. Фридмена и Дж. Стиглера, границы и масштабы регулирования в США непрерывно расширяются. Например, как обнаружили Моррис Клейнер и Алан Крюгер, произошел резкий рост сферы применения лицензирования в профессиональной дея-

1. Friedman and Kuznets (1945); Friedman (1962).

2. Stigler (1971): 3.

тельности — с 5% от общей численности рабочей силы в 1950-х гг. до 29% в 2008 г. Увеличение доли лицензируемой рабочей силы более чем компенсирует снижение доли рабочей силы, охваченной деятельностью профсоюзов³. Вероятно, эта тенденция на рынке труда США является уникальной. Менее развитые страны мира в большей степени полагаются на свободные рынки. Например, одной из важнейших составляющих проводимых в Индии в 1990-х гг. экономических реформ было массовое сокращение количества подлежащих лицензированию профессий в промышленности и торговле⁴.

Выдвинутые М. Фридменом обвинения в адрес регулирования были еще раз проанализированы экономистами из Чикагского университета Рагурамом Раджаном и Луиджи Зингалесом в их совместной книге «Спасение капитализма от капиталистов» (2003 г.). Авторы предложили более тонкую систему обоснования выдвигаемых доводов. Они признают необходимость регулирования в различных сферах деятельности, но настаивают на необходимости пристального надзора над регуляторами со стороны общества, чтобы не допустить их использования отдельными группами, преследующими частные интересы. Проблема регулирования не в противопоставлении «больше» и «меньше». Задача заключается в его правильной организации, так чтобы рычаги регулирования не могли захватить те, кто преследует собственные эгоистичные интересы⁵.

Нам никак не мешает бдительность, проявление разумной озабоченности относительно возможности захвата регуляторов представителями отраслей, деятельность которых они призваны упорядочивать. Но «перехват власти» отнюдь не является заранее предрешенным делом. По крайней мере, у нас нет никаких основа-

3. Kleiner and Krueger (2009).

4. Bhagwati and Srinivasan (1994).

5. Rajan and Zingales (2004).

ний для подозрений, что в современных развитых странах органы регулирования тотально захвачены бизнесом. Существующая в США с 1872 г. государственная гражданская служба (созданная по примеру многих других стран и известная еще со времен китайской династии Хань) призвана исключить возможность перехода контроля к политическим назначенцам. Сегодня в регулятивных органах работают профессионалы, имеющие прекрасную подготовку. Теоретически политик, получивший должность благодаря победе на выборах, может попытаться перераспределить обязанности гражданских служащих. Но ему было бы гораздо труднее по поручению той или иной группы, преследующей частные цели, приказать государственным служащим разработать правила, которые позволили бы установить выгодную ей монопольную власть. В установившейся атмосфере повышенной бдительности, проявляемой средствами массовой информации, тайное очень быстро станет явным. Единственным результатом подобных действий будет громкий скандал.

В книге «Финансовая пирамида Бернарда Мэдоффа: расследование самой грандиозной аферы в истории» ее автор аналитик фондового рынка Гарри Макрополос утверждает, что в тех случаях, когда обвинения выдвигаются против воспринимаемых всеми как законопослушные и уважаемые компаний или личностей, органы государственного регулирования могут игнорировать сведения не только о финансовых злоупотреблениях, но и об открытом мошенничестве. По словам автора, регуляторы беспощадны к мелким проходимцам, но как только очередь доходит до крупных организаций, они «оказывают в плену у компаний, деятельность которых они, вроде бы, обязаны регулировать». Г. Макрополос приводит убедительные доказательства того, что крупный хедж-фонд, возглавлявшийся такой уважаемой на Уолл-стрит фигурой, как Бернард Мейдофф, представлял собой финансовую пирамиду, выстроенную по схеме Понци. Имеется в виду мошенниче-

ская инвестиционная схема, основывавшаяся на плане по «социальному заражению» инвесторов огромным энтузиазмом. В 2008 г. тайное стало явным, и создатель пирамиды попал под суд. Но, как рассказывает Г. Макрополос, он еще в 2000 г. обращался в Комиссию по ценным бумагам и биржам с жалобой на действия Б. Мейдоффа. В 2005 г., за три года до краха пирамиды Г. Макрополос представил руководителю нью-йоркского отделения Комиссии по ценным бумагам и биржам Меган Чунг доклад на двадцати одной странице, в котором он обосновывал свои подозрения в отношении хедж-фонда Б. Мейдоффа. Согласно отчету автора книги о встрече, М. Чунг сообщила, что ознакомилась с докладом, но не задала ни одного уточняющего вопроса. «Самое сильное впечатление от встречи — демонстрация того, что занятого человека отвлекают по мелочам. Ни малейшего волнения, ни энтузиазма, ни признательности за то, что я только что передал ей в руки дело, которое могло стать крупнейшим в ее карьере»⁶.

После публикации книги М. Чунг дала интервью газете *New York Post*. Она рассказала журналисту, что не имела права обсуждать с Г. Макрополосом позицию Комиссии по ценным бумагам и биржам относительно дела Б. Мейдоффа. По словам М. Чунг, она была огорчена обвинениями Г. Макрополоса: «На меня не оказывалось влияния, и я не верю, что предпринимались попытки повлиять на других сотрудников нью-йоркского отделения комиссии. На нас влияло только наше желание докопаться до правды... Я работаю здесь так долго только потому, что люблю свое дело. Ни у кого из моих сотрудников не было причин, чтобы пропустить нечто вроде этого»⁷.

Мы не в силах точно реконструировать происходившие события, но я, по большей части, склоняюсь в пользу М. Чунг. Какое именно влияние мог оказать Б. Мей-

6. Markopolos (2011): Kindle edition, locations 270, 2589–2596.

7. Mongelli and Mangan (2009).

дофф, чтобы заставить Комиссию по ценным бумагам и биржам скрывать широкомасштабное мошенничество, которое, по словам самого Г. Макрополоса, неизбежно было бы раскрыто, что привело бы к громкому скандалу в масштабах всей страны? Если влияние Б. Мейдоффа и имело место, то на тонком, межличностном уровне (как, например, в тех случаях, когда уверенный в себе мужчина влияет на своих в некоторых случаях слишком доверчивых жертв).

В большинстве случаев публика слишком быстро возлагает всю вину на регуляторов. То, что за Б. Мейдоффа «взялись» слишком поздно, скорее всего, было обусловлено упущениями перегруженных работой регуляторов или недостатками административных процедур. Время от времени в любой системе будут допускаться естественные значительные ошибки. Тем самым возникает возможность устранения их основных причин. Несмотря на доводы, приводимые такими критически настроенными людьми, как Г. Макрополос, регуляторы (и выдвигаемые отраслями, и те, кто назначаются государством, по крайней мере, в США) в большинстве своем гораздо более эффективны и исполнены лучших побуждений, чем это принято сегодня считать.

Саморегулируемые организации

Мы уже упоминали о том, что в США существует такая негосударственная саморегулируемая структура, как Организация по регулированию в финансовой сфере (FINRA). Ее деятельность финансируется участниками рынка ценных бумаг, а основная задача заключается в установлении профессиональных стандартов и поощрении проявлений этичного поведения всеми практикующими специалистами. Изначально она называлась Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам (NASD). Благодаря ее деятельности была создана Система автоматической котировки Национальной ас-

социации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ) и одноименный индекс курса акций. В 2007 г. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (NASD) и Нью-Йоркская фондовая биржа объединили свои функции по регулированию деятельности своих членов, принуждению их к исполнению решений и осуществлению третейского суда. Сегодня Организация по регулированию в финансовой сфере (FINRA) регулирует деятельность около 630 000 зарегистрированных представителей в более чем 5000 брокерских фирмах.

Аналогичные учреждения существуют и в других странах. Например, в Канаде функционирует Организация по регулированию инвестиционной отрасли (Investment Industry Regulatory Organization), а в Великобритании — Институт инвестиций в ценные бумаги (Securities Investment Institute).

В соответствии с решением Организации по регулированию в финансовой сфере (FINRA), для того чтобы стать ее зарегистрированным представителем в США, то есть получить лицензию на торговлю ценными бумагами и полномочия на агентскую деятельность, кандидат должен сдать экзамены Серии 7, Серии 24 и Серии 63. При этом основное внимание уделяется знанию этических стандартов осуществления биржевых операций и демонстрации уровня общих знаний о ценных бумагах. В материалах для подготовки к этим очень трудным экзаменам кандидаты в фондовые брокеры или зарегистрированные представители предупреждаются о недопустимости использования заведомо вводящих в заблуждение тактических приемов продаж, таких как «продажа дивидендов». Имеется в виду, что фондовый брокер может оказывать давление на клиента, чтобы побудить его к покупке акций с тем, чтобы не пропустить момент получения чека о выплате дивидендов, не упоминая о том, что после этого цена акций обычно снижается. Кандидатов предупреждают и от «игры на опережение», когда дилер, располагающий информацией о планируемой клиентом крупной операции, непосред-

ственно перед ее осуществлением приобретает акции и на свой собственный счет, что позволяет ему получить прибыль от неизбежного при крупной покупке на рынке изменения цен. И наконец, к числу неэтичных приемов относится «взбивание», когда брокер рекомендует клиенту большое количество покупок и продаж только для того, чтобы увеличить свое комиссионное вознаграждение. Зарегистрированные представители обязаны поддерживать постоянную связь с закрепленными за ними инспекторами. Предполагается, что последние будут оказывать подопечным помощь в поддержании еще более высоких стандартов ведения дел.

Кроме того, Организация по регулированию в финансовой сфере (FINRA) предъявляет к зарегистрированным представителям и инспекторам требование участия в регулярных длящихся образовательных программах. В некоторых из них участникам семинаров демонстрируют видеоклипы с участием актеров, в которых изображаются различные ситуации из деловой практики (например, из числа описанных выше нарушений профессиональной этики).

Все вышесказанное позволяет нам сделать заключение о том, что деятельность Организации по регулированию в финансовой сфере (FINRA) исполнена самых благих намерений и эффективно способствует улучшению климата в отрасли.

Государственные регуляторы

Деятельность «бюрократов» из государственных регулятивных агентств очень редко удостоивается высоких оценок общественности. В ее воображении не находится места для «картинок», вызывающих самый незначительный интерес к действиям чиновников, не говоря уже о тех, в которых они представляли бы героями. Мы довольно часто слышим о яростных схватках между выборными должностными лицами, о впечатляющих дей-

ствиях лоббистов и интересах могущественных корпораций, но практически ничего не знаем о повседневной деятельности тех, кто принимает окончательные решения по всем спорным вопросам, тех, кто в силу занимаемых должностей обязан вникать в мельчайшие их детали.

Если задать вопрос о том, как оценить деятельность этих регуляторов, действительно ли они должным образом исполняют свои обязанности и трудятся на благо всех граждан, большинство из нас не смогли бы дать определенный ответ. Конечно, мы могли бы подсчитать количество правил, введенных по инициативе регуляторов. Но мы едва ли решимся утверждать, что в отсутствие этих правил наше общество было бы принципиально иным. Вводимые регуляторами нормы и правила оказывают разнообразные воздействия на нашу жизнь, однако дать им количественную оценку или обобщить их последствия весьма затруднительно. Неудивительно, что у большинства из нас сформировались расплывчатые представления о роли государственных регуляторов.

В 2002 г. мне вместе с моими коллегами по работе в фирме *MacroMarkets LLC* (я был одним из ее соучредителей) довелось побывать в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Посещение этого государственного ведомства по делам бизнеса было для меня не совсем обычным делом, так как в то время я был (и остаюсь) штатным профессором, который получает заработную плату за преподавание и участие в исследованиях. Нам необходимо было получить разрешение чиновников комиссии на введение в обращение новой необычной ценной бумаги — *MacroShares* или *МакроАкций*. С ее помощью мы намеревались превратить неторгуемые ранее риски в торгуемые, что позволило бы открыть цены на основные экономические показатели (в то время цены на них были неизвестны). Честно говоря, у меня не было никаких особенно высоких ожиданий относительно того типа людей, с которыми мы должны были встретиться.

Помимо сотрудников *MacroMarkets LLC*, в нашу «делегацию» входили представители Американской фондовой

биржи и юристы из фирмы *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom*. Выступавшая на нашей стороне команда весьма меня впечатлила. Но уже во время встречи мне подумалось, что многие из представителей Комиссии по ценным бумагам и биржам произвели на меня прекрасное впечатление — знающие, эрудированные, благожелательные сотрудники. Мне, как человеку со стороны, показалось, что обе стороны представляли сообщество интеллигентных, движимых заботой об интересах общества, искренних людей.

Возникшее у меня в день посещения комиссии чувство — еще одна причина моего доверия к словам к Меган Чунг, полностью отрицавшей какое-либо внешнее влияние в деле Б. Мейдоффа.

Когда мне довелось побывать в другом регулятивном органе правительства США, в Федеральной корпорации по страхованию вкладов, за ланчем я задал ее представителям вопрос: почему вы выбрали эту работу? Что двигало вами, когда вы решили взяться за нее? По мнению многих из моих собеседников, опыт работы в государственном регуляторе — важная часть карьеры финансиста. Мне показалось, что по отдельности каждый из них обладал осознанным чувством собственной карьеры, своего места в финансовом сообществе и более широкой миссии. Если же говорить о них как о коллективе, то эти люди стремились не только к собственному продвижению вверх по служебной лестнице, но и к выполнению социального предназначения.

Однажды я пригласил выступить на одной из лекций моего курса «Финансовые рынки» и поделиться опытом деятельности в качестве регулятора Лору Ча, бывшего заместителя председателя Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг (КНР) и члена исполнительного совета Гонконга, которая сегодня занимает пост неисполнительного заместителя председателя Hong Kong and Shanghai Banking Corporation. Вот что она рассказывает:

Мой опыт работы в регулятивных органах составляет в общей сложности 14 лет. Должна сказать, что я бла-

годарна судьбе, так как в качестве регулятора и специалиста, ответственного за разработку политики, получила возможность участвовать в развитии рынков Гонконга. Несколько десятилетий назад, в 1970–1980 гг. Гонконг представлял собой преимущественно местный рынок. Крупные международные игроки как Goldman Sachs и Morgan Stanley пришли и ушли. Они осмотрелись и решили, что для них Гонконг слишком мал. Все изменилось в 1992 г., когда правительство Китая объявило о намерении использовать рынок Гонконга для оказания помощи в трансформации или реформе государственных предприятий⁸.

Я не сомневаюсь в искренности высказываний Л. Ча, ведь карьера регулятора может быть в высшей степени благодарным делом, независимо от любой личной финансовой выгоды. Осуществление подобных изменений на рынке имеет огромное историческое значение. В случае с моей гостьей эти перемены стали неотъемлемой частью развития китайской цивилизации.

Конечно, переговоры с регуляторами далеко не всегда проходят гладко. Мне не раз доводилось слышать, что многие из тех, кому приходилось посещать Комиссию по ценным бумагам и биржам, занимали позицию противостояния, пытались манипулировать контрагентами. Нельзя не отметить, что сотрудники комиссии и других регулятивных учреждений нередко высказывают недовольство попытками политического давления, неадекватными размерами бюджетов и чрезмерной нагрузкой. Так как регуляторы разрабатывают правила финансового капитализма и принуждают субъектов экономики к их исполнению, они должны быть обеспечены всеми необходимыми для выполнения этих функций ресурсами. Их деятельность заслуживает уважения и признательности со стороны общества.

8. Laura Cha, lecture to Shiller Financial Markets class, March 23, 2011. Видеозапись лекции и расшифровка доступны в рамках курса Р. Шиллера за 2011 г. по адресу <http://oyc.yale.edu/economics>.

Бухгалтеры и аудиторы

ОДНИМ из условий функционирования экономической организации является наличие у нее собственных «воспоминаний», а также способов их хранения, доступа к ним и осуществления коммуникаций по их поводу. Бухгалтеры управляют хранилищами «финансовых воспоминаний», идет ли речь об организации или об индивидуальном клиенте. Аудиторы в свою очередь оценивают и интерпретируют результаты труда бухгалтеров. Последние, особенно те из них, кто занимает должности финансовых директоров компаний, играют немаловажную с точки зрения финансов роль, так как они сохраняют целостность основных финансовых структур.

В большинстве случаев те, кто активно вовлечен в управление предприятиями и производственные процессы, обладают прекрасной краткосрочной памятью, но, как и многие из нас, с течением времени они забывают многие подробности. Лучше всего они помнят особенности *своих собственных* трудовых договоров, своих собственных опционов, своего собственного поощрительного вознаграждения. Но что касается обещаний, данных *другим* сотрудникам организации, или деталей предписаний налоговых и регулятивных органов, эти воспоминания довольно расплывчаты. Главные исполнители директора (СЕО) компаний ориентируются, прежде всего на высокие цели, и нам не стоит ожидать, что они будут вдаваться в мелкие подробности.

Мы говорили, что функции СЕО во многом напоминают функции префронтальной коры головного мозга

человека. Продолжая эту аналогию, главные бухгалтеры или финансовые директора — это гиппокамп, ответственный за преобразование кратковременной человеческой памяти в долговременную и поддержание связей между различными воспоминаниями индивида. Руководитель является источником вдохновения организации с точки зрения ее видения и целей. Но она точно так же нуждается во вдохновении иного рода, не менее высоким и благородным, чем исходящее от руководителя, — в стремлении к упорядоченности и последовательности.

Бухгалтеры должны определить, данные какого типа должны запоминаться, документироваться и публиковаться. Услышав слово *счетовод*, нам приходит на ум человек, перекладывающий с места на место пыльные папки с документами. Это неправильное впечатление о функциях бухгалтера. Современные бухгалтеры находятся гораздо ближе к центру событий, они играют очень важную роль в ответственном планировании и управлении ресурсами, в служении интересам общества, которое должно восприниматься нашими финансовыми институтами как их основная миссия.

Бухгалтеры, на которых возложена ответственность за хранение важной информации, считаются приверженцами единых последовательных моральных стандартов, поскольку это является основным условием запоминания обязательств и подробностей. Им необходимо глубокое осознание своих собственных стандартов. Хороших бухгалтеров, как правило, нанимают те руководители организаций, кто хотел бы или нуждается в том, чтобы продемонстрировать другим свою собственную честность, но время от времени ведут себя в той мере нечестно, в какой это возможно в рамках указанного ограничения. Тем самым бухгалтеры неизбежно оказываются перед моральным выбором — важнейшим лейтмотивом повседневной жизни специалистов по системам учета хозяйственной деятельности. Лучшими, а со временем и наиболее успешными становятся те из них, кто видит все аспекты этой моральной проблемы.

В своей книге *Confessions of a Tax Accountant* («Признания налогового бухгалтера») Ноэль Аллен приводит обширный список нечестных налоговых уловок своих клиентов (последним требовалась санкция специалиста). При изучении ее «отчета» на ум неизбежно приходят мысли о склонности к обману как одной из черт человеческой природы. Вот рассказ самой Ноэль Аллен: «Не так давно меня призвали к исполнению обязанностей в коллегии присяжных заседателей. Во время отбора членов жюри государственный обвинитель по судебному делу задал мне вопрос о том, смогу ли я различить, когда человек лжет. Я сказала: „Сэр, я налоговый бухгалтер. Люди все время лгут мне“. В ответ я услышала: „Миссис Аллен, вы свободны“»¹.

Бухгалтер обязан сохранять эмоциональную дистанцию с людьми и организациями, в которых он служит, так чтобы не позволить другим втянуть себя в любые планируемые ими махинации. Не менее важно, чтобы корпоративный бухгалтер испытывал общее чувство симпатии к различным претендентам на содержимое «кошелька» организации, так чтобы помнить их всех и честно вести служебные дела с каждым из них.

Главный исполнительный директор не может одновременно исполнять обязанности главного бухгалтера или финансового директора, так как человеческие импульсы к манипулированию другими и использованию своего положения в корыстных целях слишком сильны. Между СЕО организации и ее главным бухгалтером обязательно должен существовать конфликт интересов — конфликт, изначально встроенный в саму модель современной организации. СЕО должен быть провидцем, человеком перед которым будущее открывается как на ладони. Главный бухгалтер обязан держать в голове обязательства и ресурсные ограничения, не забывая ни о данных в прошлом обещаниях, ни о реалиях настоящего.

1. Allen (1993): 58.

В бухгалтерском учете как профессиональной области было создано и функционируют большое количество саморегулируемых организаций. С 1973 г. ведет свою историю Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB), который стал правопреемником Комитета по международным стандартам финансовой отчетности (IASC). В число учредителей этой международной организации вошли целый ряд национальных организаций специалистов по системам учета хозяйственной деятельности и финансов: Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA), Канадский институт дипломированных бухгалтеров, французский Институт дипломированных бухгалтеров, немецкий институт дипломированных бухгалтеров, австралийский Институт дипломированных бухгалтеров, Институт дипломированных бухгалтеров в Англии и Уэльсе, японский Институт дипломированных общественных бухгалтеров, Мексиканский институт общественных бухгалтеров и Нидерландский институт дипломированных бухгалтеров. С тех пор участниками этого процесса стали группы, представляющие специалистов по учету в хозяйственной деятельности, из многих других стран мира. В 2002 г. с целью сближения стандартов бухгалтерского учета во всем мире был подписан меморандум о взаимопонимании между американским Советом по стандартам финансового учета и Советом по международным стандартам финансовой отчетности (IASB).

Эти профессиональные организации устанавливают стандарты деятельности своих членов (специалистов по бухгалтерскому учету) и принуждают к их соблюдению, особенно в тех случаях, когда речь идет о практике аудита корпоративной отчетности. В отношении тех, кто не соблюдает стандарты, применяются дисциплинарные воздействия. И наконец, профессиональные организации выступают лоббистами, отстаивающими интересы бухгалтеров.

Во время текущего глубокого финансового кризиса некоторые из этих организаций подверглись пуб-

личной критике. В частности, в США предметом обсуждения стали результаты деятельности Американского института дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA). Он выполняет ряд регулятивных функций, важнейших для поддержания уважения к профессии специалиста по учету. Кроме того, институт управляет лицензированием бухгалтерской деятельности в форме проведения единого экзамена для дипломированных общественных бухгалтеров, включающего в себя подробные вопросы относительно этики и ответственности специалистов. Однако Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA) был подвергнут суровой критике за бездействие в отношении аудиторской компании *Arthur Anderson & Co.* (входившую в так называемую Большую пятерку аудиторских фирм США и аудитора корпорации *Enron*), уличенной во вступлении в сговор с целью манипулирования отчетами о прибылях и убытках фирм, в которых проводились аудиторские проверки. В 2002 г. компании *Arthur Anderson* были предъявлены обвинения в уголовных преступлениях, и она была вынуждена отказаться от деятельности в сфере бухгалтерского учета и аудита.

В 2003 г. бывший председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам (США) Артур Левитт, подчеркивал, что Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA) практически не применял меры дисциплинарного воздействия к нарушителям стандартов, и ни одна из фирм Большой аудиторской пятерки не подвергалась проверкам со стороны коллег по профессии. По его мнению, основные усилия этой организации были сосредоточены на агрессивном лоббировании интересов ее членов. При этом интересы рядовых инвесторов оставались где-то на обочине внимания. А. Левитт приходит к заключению, что «AICPA просто не справилась со своей работой»².

2. Levitt (2003): 266.

И все же такие случаи, как фиаско *Arthur Anderson*, являются, скорее, исключением из правил. Отрасль в целом обладает сильным чувством профессиональной этики, которое передается ее участникам, и образует основу нашей системы финансового капитализма. Специалисты по бухгалтерскому учету и аудиту несут основное бремя ответственности за соответствие финансовых показателей реальности. Благодаря их усилиям мы доверяем нашим деловым предприятиям настолько, что не только мотивированы, но и вдохновлены возможностью работать вместе с ними или инвестировать в них.

Работники сферы образования

В ПРЕДЫДУЩИХ главах мы обсудили главных действующих лиц финансового мира и области их ответственности, и центр нашего внимания перемещается на тех, кто находится на периферии финансов. «Окраинное» местоположение нимало не влияет на значимость исполняемых этими людьми ролей. Просто они в меньшей степени вовлечены в повседневные финансовые операции. Более того, преподавателям принадлежит одно из центральных мест с точки зрения функционирования финансовой системы в целом. Сложенная и правильная работа системы предполагает понимание происхождения ее институтов, своей практической деятельности и своего предназначения, а также того, как собственная карьера человека вписывается в общую картину.

Мы полагаем, что допускаясь работниками сферы образования в последние десятилетия ошибки сыграли важную роль в начавшемся в 2007 г. глубоком финансовом кризисе. Достаточно упомянуть о чрезмерном внимании, уделяемом в учебном процессе теории эффективных рынков, что способствовало образованию различных спекулятивных «мыльных пузырей». Из этой крайней точки зрения многие студенты делали вывод, что с позиций морали в бизнесе могут быть оправданы любые действия, так как ничто не способно нарушить великое рыночное равновесие.

Однако работники сферы образования ответственны и за происходившее в течение последних десятилетий усложнение финансовых рынков, а также за препода-

вание методов и миссии ответственного планирования и управления ресурсами. В будущем, как представляется, эти роли сохраняют свое фундаментальное значение для финансовых институтов.

Историческая миссия бизнес-образования

Вокруг преподавания финансов и бизнеса в колледжах и университетах уже давно витает некая напряженность. По мнению части представителей академических кругов, эти дисциплины имеют более низкий статус, чем доминирующие в высшем образовании гуманитарные и технические науки. Многие колледжи упорно сопротивлялись введению профилирующих бизнес-дисциплин для студентов старших курсов, а круг связанных с хозяйственной деятельностью учебных курсов мог быть очень узким. Во многих случаях бизнес-образование осуществляется в отдельных специализированных школах, рассматриваемых многими как своеобразные «профтехучилища», поскольку они якобы не обладают должной интеллектуальной силой. Эти установки никоим образом не являются новыми; они коренятся в существующем в нашем обществе на протяжении многих столетий отрицательном отношении к бизнесу и финансам.

Наглядные примеры борьбы с этими предрассудками мы видим в США, где издавна уделялось огромное внимание ориентации образования на практические нужды. Вот как описывал ее в 1787 г. Бенджамин Франклин в статье, адресованной европейцам, размышлявшим об отъезде в США:

Согласно преобладающему среди американцев мнению, каждый из нас считал бы себя обязанным тем знатокам родословных, которые доказали бы, что его предки и их родственники в течение десяти поколений были пахарями, кузнецами, плотниками, ко-

жевенных дел мастерами или сапожниками, а значит, все они были полезными членами общества; чем если бы он мог бы доказать, что они были джентльменами, не способными сделать ничего стоящего. <...> Здесь [в Америке] они могли бы обучиться и получить практику в качестве механиков, не опасаясь, что навлекут на себя бесчестье; напротив, их способности нискали бы всеобщее уважение¹.

Тем не менее даже в Америке прошло более столетия, прежде чем перед студентами распахнула двери первая школа бизнеса, дававшая высшее образование. Она была основана в Пенсильванском университете в 1881 г., а первая школа бизнеса с магистратурой (ее выпускники получали степень магистра в коммерции, что, в общем, равнозначно современным магистрам делового администрирования) — в Дартмутском колледже в 1900 г. США оставались единственной страной, в которой можно было получить высшее образование в сфере бизнеса, вплоть до 1951 г., когда в канадском Университете Западного Онтарио была открыта школа делового администрирования.

Основателем школы бизнеса в Пенсильванском университете стал Джозеф Уортон, разбогатевший благодаря созданной им же металлургической компании *Bethlehem Steel*. Он был автором научных трудов по металлургии и на другие научные темы, а после того как отошел от дел — стал филантропом. Первоначально это учебное заведение именовалось Уортонской школой финансов и экономики, но впоследствии название было сокращено до просто Уортонской школы. Преподаватели школы воспринимали обучение ведению бизнеса как благородное призвание. В соответствии с содержанием проспекта школы за 1881 г., ее предназначение заключалось в том, чтобы «помимо прочего, внушать понимание о безнравственности богатства, полученно-

1. Franklin (1787): 212–214.

го благодаря обману, а не посредством предоставления услуг другим людям»². Еще в то время преподавателям Уортона была введена фундаментальная истина: финансы не являются и не должны быть просто игрой с нулевой суммой; скорее, они представляют собой дополнение и средство ведения полноценной жизни.

Уортонская школа была далеко не первой школой бизнеса в США, но ее предшественницы не имели никакого отношения к университетам, и преподавание носило узкопрофессиональный характер и предполагало усвоение учащимися только базовых навыков ведения хозяйственной деятельности. В частности, еще в 1854 г. на базе Фолсомовского бизнес-колледжа был основан Колледж Брайнта и Страттона. В те годы это учебное заведение пользовалось довольно широкой известностью, а его самыми известными студентами были Джон Рокфеллер-ст. и Генри Форд. Колледж Брайнта и Страттона «дожил» до наших дней. Его студенты могут получить диплом по бухгалтерскому учету и в других областях бизнеса, степень бакалавра в финансовых услугах и других областях, а также пройти подготовку для сдачи экзаменов на получение сертификатов специалистов по финансовому планированию, зарегистрированных представителей и др. Интересно, но в наши дни между Уортоном и Колледжем Брайнта и Страттона сохраняется то же самое различие, что и в прошлом: если первая дает разностороннее образование и является интеллектуальным центром, то второй сосредоточился на обучении студентов владению важнейшими базисными навыками ведения бизнеса.

В 1890 г. Джозеф Уортон в речи об образовании, произнесенной в Уортонской школе, объяснил мотивы, которыми он руководствовался, учреждая школу в рамках колледжа. Он ясно дал понять, что одна из задач колледжа должна заключаться в предоставлении студентам

2. «Education in Finance», *Friends' Intelligencer*, April 16, 1881, p. 140.

возможности приобретения востребованных на рынке навыков и умений. Эта его речь сопровождалась хором отрицательных комментариев, с которыми выступили руководители элитных университетов того времени. Президент Массачусетского технологического института Фрэнсис Амаза Уокер провозгласил: «Я никоим образом не приемлю, когда вопрос о высшем образовании в колледже приземляют настолько низко. Молодой человек, целиком и полностью или в основном ставящий свое решение о поступлении в колледж или занятиях чем-то другим в зависимость от перспективы денежного вознаграждения, недостоин выгод, которые несет с собой широкое общее образование». Франклин Картер, президент Колледжа Уильямса, говорил: «Я пребывал в уверенности, что деловые люди будущего обязаны иметь высшее образование. Но тогда они должны быть подготовленными, дисциплинированными и развитыми во всех ментальных направлениях людьми, не перекормленными моллюсками»³.

На протяжении более чем столетия эти воззрения претерпели лишь незначительные изменения. В 1991 г. в книге *Creating Academic Settings* («Создание научной среды») экономист Джон Перри Миллер подробно описывает использовавшиеся им в бытность деканом магистратуры и аспирантуры Йельского университета обоснования необходимости создания школы менеджмента. Последняя была учреждена в Йеле только в 1976 г. Основным препятствием на пути ее создания было то обстоятельство, что многие выпускники рассматривали такое дополнение как узкопрофессиональное. Дж. Миллер, напротив, был убежден, что менеджмент и финансы являются в высшей степени интеллектуальными дисциплинами, потенциально предлагающими каждому члену университетской семьи индивидуальное внутреннее вознаграждение:

3. «A College Education», *Washington Post*, June 15, 1890, p. 9.

Не менее важным является воздействие этой программы на жизнь и видение других факультетов и студентов университета. Различные профессиональные школы, группирующиеся вокруг центрального факультета гуманитарных и естественных наук, оказывают значительное влияние на горизонты его преподавателей и учебные курсы. Я убежден, что преподавателям Йеля было бы интересно общение с коллегами, занятыми исследованиями в самых разных научных областях и участвующими в процессе обучения студентов различных специальностей. Подобное общение оказывает едва заметное, но реальное воздействие. В результате расширяются горизонты преподавателей факультета и студентов, обогащается их видение мужчин и женщин и избранных ими путей⁴.

К тому времени, когда Дж. Миллер писал эти слова, финансы превратились из преимущественно описательной, основывавшейся на механическом запоминании дисциплины в эмпирическую науку, в которой широко использовались математические методы анализа и прогнозирования, и, по мнению многих, достойную часть частью действительно разностороннего образования.

Финансы начинаются в наших колледжах и университетах. Здесь те, кто довольно скоро начнет свою жизнь в бизнесе, впервые знакомятся с теорией и философией бизнеса. Им необходимо понимание как абстрактной теории и ее практических применений, так и лежащих в основе хозяйственной жизни вопросов нравственности.

Экономическое образование и нравственность

Только школа, которая начинается с обучения детей и подростков, а затем продолжается в форме магистерских программ, а также программ подготовки к полу-

4. Miller (1991): 207.

чению степеней доктора права и доктора философии, предоставляет молодым людям единственную реальную возможность, никуда не торопясь, изучить основы будущих профессий, общаясь с людьми, не связанными требованиями о конфиденциальности информации и профессиональной лояльностью. Здесь и принимают большинство из нас нравственные решения, которые будут служить ориентирами в дальнейшей жизни. Ответственность за то, чтобы эти решения были правильными, несут работники сферы образования. К сожалению, здесь, в колледжах и магистратурах, мы сталкиваемся с так называемой агентской проблемой, так как во многих случаях факультетские преподаватели рассматривают в качестве своей единственной задачи подготовку таких же ученых, как они сами. В этом случае преподавание в большей степени сосредоточено на изучении самых новых научных достижений и методов исследований, а не на подготовке студентов к тому, чтобы они стали участниками реальной практической деятельности в условиях финансового капитализма.

Бизнес-образование обязательно должно быть до определенной степени профессиональным, включающим в себя освоение студентами необходимых им в будущем базисных навыков и умений. Одновременно оно обязано интегрировать эти знания в более широкую интеллектуальную структуру. Особенно нуждаются в этом студенты, которые в будущем станут лидерами бизнеса. Нашим образовательным институтам необходимо знакомить студентов с современными воззрениями на функционирование финансового капитализма, раскрывая перед ними и математическую сторону финансов, и их человеческую, практическую и моральную стороны.

Специалисты по финансам в сфере общественных благ

ВЕСЬМА интересно то обстоятельство, что государственные (общественные) финансы, финансирование общественных благ и общих начинаний рассматриваются как профессиональная сфера, значительно отличающаяся от «чистых» финансов. В подавляющем большинстве случаев на университетском уровне курсы по государственным финансам читаются на экономических факультетах, а не в школах бизнеса. При этом, как правило, профессора первых и вторых мало общаются друг с другом. Представляется необходимым улучшение коммуникаций между финансами и государственными финансами как научными областями. Все большее количество специалистов признают, что эти области являются или по крайней мере должны быть тесно связанными друг с другом: и в первой, и во второй рассматриваются во многом схожие проблемы, а различие определяется необходимостью анализа в государственных финансах особой проблемы «общественных благ». Приходится констатировать, что между финансами и государственными финансами по-прежнему сохраняется прискособное разделение, оказывающее отрицательные воздействия на их интеллектуальное содержание.

Фундаментальная проблема государственных финансов заключается в том, что общественные блага не относятся к тем, которые естественным образом предоставляются посредством системы свободного рынка. Общественным или публичным благом является экономическая деятельность, автоматически приносящая

выгоды обществу, включая всех тех, кто решил не платить за нее. К общественным благам относятся дороги и научные знания, так же как чистый воздух и свободные от преступности города. Если кому-то покажется, что воздух недостаточно насыщен кислородом, а улицы остаются опасным местом, он не имеет возможности зайти в магазин и приобрести недостающие ему лично блага. Их предоставление обязано носить публичный характер, должно быть результатом коллективного решения об осуществлении определенных, довольно затратных видов деятельности. В большинстве случаев ни индивидуальная, ни корпоративная филантропия не позволяют использовать весь диапазон имеющихся возможностей предоставления общественных благ. Таким образом, основным оправданием существования государства является его способность предоставлять общественные блага.

В этом процессе производства благ возникает одна проблема. Большинство избирателей не видят и не понимают информацию относительно того, что может быть сделано государством. Если некий кандидат, который стремится занять общественную должность, восхваляет новый план по очистке воздуха или сокращению преступности, он неминуемо столкнется с непониманием большей части граждан. Возможно, они знают, воздух какой степени чистоты устроил бы их или какую сумму они готовы заплатить за это. Но такого рода осведомленность не преобразуется в специфическое знание о том, как избиратели должны голосовать.

Большинству людей не хватает воображения, чтобы представить себе возможные действия властей. Как правило, у них формируется представление об *уже предоставляемых* общественных благах, поскольку они наблюдают их выгоды в реальной жизни. Но люди, скорее всего, не имеют ни малейшего представления о том, что должно быть на очереди.

Одним из аспектов предоставляемых публике в массовом масштабе услуг по доставке обычной почтовой

корреспонденции является то, что они выступают как общественное благо, поскольку считаются частью экономической инфраструктуры (что-то вроде одного из первоначальных вариантов современного Интернета). Несколько столетий назад, когда эта инфраструктура только создавалась, она изменила общее игровое поле и открыла новые направления деловой деятельности, которые в ее отсутствие люди не могли себе представить. Вероятно, без государственной поддержки частный сектор сам по себе не смог бы обеспечить адекватное предоставление почтовых услуг, так как частные рынки не принимают во внимание ценность публичного блага. Кроме того, необходимо учитывать возможность возникновения проблем с монополистическим ценообразованием, которые могли ассоциироваться с естественной монополией, порождаемой системой массовой доставки.

Эффективные и экономичные почтовые службы начали широко предоставлять свои услуги только в XIX в. До их появления большинство людей, видимо, не выказывали особых сожалений по поводу отсутствия соответствующих услуг. Им было прекрасно известно, что в случае необходимости имеется возможность доставки корреспонденции и мелких грузов по высоким ценам с помощью частных курьеров или посредством государственной почты (вновь по высокой цене). Вероятно, они просто не могли вообразить, что у них когда-нибудь возникнет насущная потребность в том, чтобы что-то дешево переслать по почте. Люди не могли знать, что развитие инфраструктуры, используемой для дешевой и эффективной доставки корреспонденции, приведет к возникновению множества самых разнообразных видов деятельности и созданию миллионов рабочих мест. Они не могли знать, что создание национальной почтовой службы с отделениями, расположенными едва ли не в каждом населенном пункте, приведет к изменению экономической «схемы» нации, созданию рабочих мест и возможностей для бизнеса, улучшению использования земли и решению проблем скученности населения.

Понимание важности почты приходило постепенно. В 1837 г. в Лондоне был опубликован весьма убедительный памфлет, принадлежавший перу Роуланда Хилла, в котором обосновывалась необходимость создания в Англии широкой и эффективной почтовой сети «почта за пенни» («любое письмо за пенни»). По мнению автора, английское правительство, пытавшееся максимизировать доходы государства, поддерживало слишком высокие цены на почтовые услуги. Рассматривая издержки доставки отправок, Р. Хилл приходил к выводу, что почтовые услуги облагаются налогом по ставке не менее 200%. Его поступление происходило за счет важнейшего общественного блага (хотя автор и не использовала этот термин):

Если принять во внимание насколько ускорится, благодаря беспрепятственному обращению писем и множества современных дешевых и превосходных неполитических публикаций, религиозный, моральный и интеллектуальный прогресс, то почтовая служба приобретает новой и важной свойство — она становится мощным двигателем цивилизации; почта способна взять на себя значительную часть той огромной нагрузки, бремя которой несет общегосударственное образование, но ошибочные финансовые решения делают ее ничтожной и неэффективной¹.

Едва ли кто способен количественно *доказать* положение, согласно которому почта является «мощным двигателем цивилизации», даже после внедрения системы «почта за пенни». Люди просто поверили в это утверждение и по всему миру занялись копированием системы. Однако и в наши дни, то обстоятельство, что широкие почтовые сети изначально начали создаваться благодаря расчетам таких общественных финансистов, как Р. Хилл, кажется чем-то подобным чуду.

1. Hill (1837): 6.

Вопрос о предоставлении общественных благ представляет собой труднодостижимую финансовую проблему. Анализируя ее, мы сталкиваемся с ограничениями, во многом аналогичными тем, которые возникают при рассмотрении поставок частных благ. Нам необходимо поощрять объединяющие людей организации, убедить их в том, что они способны эффективно предоставлять общественные блага. Мы должны установить, какие блага относятся к числу общественных, и определить степень их важности для публики. Мы обязаны убедить в том, что назначенные для их предоставления люди должным образом стимулируются, а на пути коррупции поставлены высокие барьеры. Нам придется признать тот факт, что информация о благах, которые в идеале могут предоставляться как общественные, рассредоточена между большим количеством людей и ее необходимо каким-то образом объединить. Исходя из всего вышесказанного, финансовые технологии, применяемые для поставок частных благ, переносятся на предоставление общественных благ.

В истории предоставления общественных благ хорошо просматриваются несколько «верстовых столбов», обозначающих важнейшие этапы, когда этот процесс получал новое ускорение, символизирующих наиболее важные моменты проявления способностей людей к созиданию.

В 1932 г. в самый тяжелый период Великой депрессии президент США Герберт Гувер создал Реконструктивную финансовую корпорацию. Эффективные финансы общественных благ основываются на ключевом положении, в соответствии с которым государство не обладает монополией на выдвижение новых идей в данной сфере посредством использования политического процесса. Не обладают ею и кандидаты на занятие выборных должностей в органах государственной власти. Реконструктивная финансовая корпорация внимательно прислушивалась к идеям, возникавшим в частном секторе, и проявляла большую заинтересованность в консуль-

тациях со стороны его представителей. Эта стратегия оказалась весьма действенной: даже в разгар Великой депрессии практически все займы, которые предоставлялись корпорацией частным компаниям, были своевременно оплачены.

Согласно еще одной ключевой идее, вместо того чтобы нанимать на работу в правительство отдельных людей, государство имеет возможность финансировать деятельность создаваемых ими организаций. В этом случае расходы на предоставление общественных благ полностью аналогичны расходам на выпуск частных благ, за исключением того, что их покупателем выступает государство.

В 1950 г. по предложению бывшего декана Технической школы Массачусетского технологического института Вэнивера Буша в США был создан Национальный научный фонд. В 1945 г. В. Буш написал небольшую книгу «Наука и ее безграничные перспективы», на основе которой был сделан доклад президенту США Франклину Рузвельту. В. Буш утверждал, что научные исследования — важнейшее общественное благо, предоставление которого осуществляется преимущественно частными покровителями наук и частными университетами. В. Буш предложил несколько четко сформулированных идей о возможном вкладе государства в развитие науки. Денежные гранты должны направляться неподконтрольным федеральному правительству организациям. Более того, государство никогда не должно создавать свои собственные лаборатории и управлять ими. Необходимо, чтобы решения о выделении денежных средств принимались не бюрократами, а не имеющими отношения к государству настоящими учеными, которые на добровольной основе участвовали бы в оценке предложений о проведении тех или иных исследований².

2. Bush (1945): Chapter 6.

Таким образом, Национальный научный фонд функционировал бы не как обычное государственное ведомство, но как инвестор из венчурной фирмы, областью специализации которого была бы наука. Фонд предоставлял бы денежные средства, необходимые для управления рисками и стимулирования, одновременно «раскрывая двери» для воздействий рыночных сил. Модель В. Буша позволила США добиться впечатляющих успехов в науке и была скопирована практически во всех развитых странах мира.

Государственные финансы всегда будут нуждаться в условиях и порядке, подобных описанным выше, чтобы стимулировать общественную созидательную деятельность в пространстве публичных функций, точно так же, как частный сектор поощряет созидательные устремления посредством коммерческих предприятий.

Общественность весьма обеспокоена вопросом о продолжении предоставления общественных благ, а также набирающим силу безразличием и растущей убежденностью в бессилии людей изменить что-либо. В песне «Большое желтое такси» популярной певицы и автора песен Джони Митчел есть знаменитый припев «Они „закатали“ райские кущи в асфальт ради автомобильной стоянки». Песня не оставляет нам надежды. Но о чем конкретно в ней говорится, на что жалуется автор? Она видит, что ради строительства «розового отеля, бутика и шального ночного клуба» вырубают множество деревьев. Применяемые фермерами инсектициды убивают не только вредителей, но пчел и птиц. Чтобы найти средства для осуществления проектов, направленных на сохранение флоры и фауны, а также для управления использованием земельных участков, как раз и необходимы финансисты, специализирующиеся на предоставлении общественных благ.

К счастью, в нашей стране осуществляется общественная деятельность, а также имеются государственные ведомства и организации, ответственные за защиту природной среды, финансирующие экологические про-

екты. Мы можем избавиться от проблем, к которым обращена песня Дж. Митчел, хотя и не так творчески, широко или быстро, как нам того хотелось бы. Мы стоим перед вызовом, который заключается в необходимости создания более эффективных стратегий в сфере государственных финансов.

Политические деятели, ответственные за стабилизацию экономики

ФИНАНСОВЫЙ капитализм как система далек от совершенства. Одной из главных его проблем являются крутые подъемы и резкие спады, рецессии и депрессии. В прошлом эти события происходили настолько часто, что мы можем уверенно предсказать, что они наверняка случатся и в будущем. Общепризнанно, что нам необходимы политические деятели, в обязанности которых вменялось бы противодействие экономическому непостоянству и его отрицательным последствиям.

Однако разработка мер, препятствующих возникновению подобных эпизодов, представляет собой трудную проблему: причины колебаний никогда не были понятными до конца. Факторы экономических подъемов или спадов многоаспектны, и их понимание требует вынесения человеческих суждений — оценок относительно мотивов людей, моделей их мышления и изменяющегося политического климата.

Издавна жила надежда, что прогнозирование и стабилизация экономики могут быть редуцированы до чистой науки. В значительной степени она исполнилась: в наши дни *существует* такая наука, как экономическое прогнозирование. Результаты исследования, проведенного совместно Рэем Фэйром, автором эконометрической модели мировой экономики FairModel, и мною, подтверждают, что и его, и другие известные модели экономики обладают определенной способностью

к прогнозированию. Сегодня создатели моделей научились прекрасно экстраполировать экономические данные. К тому же используемая ими базисная экономическая теория выглядит вполне работоспособной¹.

Однако эти модели имеют ограниченную ценность. Специалисты по прогнозированию достаточно точно предсказывают продолжительность обычных рецессий относительно краткосрочных флуктуаций, свидетелями которых они были множество раз. Но они далеко не столь хороши в предсказании относительно редких и глубоких экономических кризисов, подобных тому, который начался в 2007 г. (невиданный со времен Великой депрессии 1930-х гг.). Нет ничего удивительного в том, что трудно прогнозировать события, происходящие чрезвычайно редко, но вызывающие серьезные сбои в функционировании ключевых финансовых институтов. В то же время и специалистов, и общество в первую очередь интересуют прогнозы относительно этих глубоких экономических кризисов.

В ближайшем будущем экономическая стабилизация потребует от специалистов использования наряду с формальными моделями своих интуитивных суждений. Во многих случаях люди, занимающиеся экономической политикой, должны быть больше политиками, чем учеными, поскольку при вынесении оценок они должны учитывать не только политические ограничения, но и воздействия социальных и политических сил. К тому же хорошо известно, насколько трудно проверить и численно оценить успешность экспертных суждений в социальной и политической сферах. С ана-

1. В нашем исследовании сравнивалось поведение за пределами выборки (точность, прогнозирующая способность и т. д.) крупномасштабных структурных эконометрических моделей, моделей авторегрессии из одного уравнения, векторных моделей авторегрессии и модели авторегрессии, которую мы назвали моделью «компонентов авторегрессии». См. Fair and Shiller (1990).

логичной проблемой мы сталкиваемся и в процессе оценки усилий политических деятелей, ответственных за экономическую стабилизацию².

Политические деятели, ответственные за осуществление денежно-кредитной политики

С тех самых пор, когда Банк Англии постепенно превратился из частного учреждения в первый в мире центральный банк государства, сотрудники центральных банков образуют первую линию обороны от экономических потрясений. Основанный в 1694 г. Банк Англии первоначально был избавлен от обязанностей по стабилизации экономики. Но в течение столетий он приобрел и функцию по стабилизации национальной экономики в целом. Банк Англии стал основным эмитентом бумажных денег в Великобритании и мог использовать свою кредитную мощь, «дуть против ветра» во время чрезмерных подъемов экономики и поддерживая ее во время ослабления. Успех Банка Англии был замечен по всему миру, и он стал использоваться в качестве образца при создании многих других центральных банков, включая учрежденную в 1913 г. Федеральную резервную систему США (ФРС)³.

-
2. Попытки найти доказательства того, что экспертные политические суждения позволяют сделать полезные прогнозы, привели к результатам, которые с трудом поддаются интерпретации, что отражает высокую степень неопределенности проблемы предсказания. См. Tetlock (2006).
 3. При создании Федеральной резервной системы (ФРС) использовался опыт и другого американского института. Более чем за полвека до основания ФРС проблема временной нехватки ликвидности на банковских счетах решалась частным институтом (принадлежавшим банкам-членам), эмитировавшим свидетельства задолженности одного члена клиринговой па-

Одной из главных функций руководства и сотрудников центральных банков является попытка управления основной движущей силой экономики — доверием в бизнесе, или его близким аналогом — кредитом. Вот что писал в своей книге *Lombard Street: A Description of the Money Market* («Ломбард-стрит: описание рынка денег») (1896) Уолтер Бэджет (впоследствии редактор газеты *The Economist*): «Одним из наиболее изменчивых является кредит — склонность одного человека доверять другому. Следствием произошедшего в Англии огромного бедствия становится всеобщее недоверие, когда каждый подозревает каждого; по мере того, как это бедствие забывается, каждый вновь с доверием относится к каждому. <...> В соответствии со сложившейся у нас системой, Банк Англии обязан не только поддерживать крупные резервы на случай возникновения паники, но и эффективно использовать их, когда начинается всеобщее замешательство»⁴. Обязанности, заключающиеся в попытках управлять такими вещами, как подозрения или паника и всеобщее замешательство, является трудными по самой своей природе, независимо от того, на кого они возлагаются. Их исполнение напоминает скорее деятельность психотерапевта, чем ученого или инже-

латы перед другим. Кредитная политика определялась соответствующим комитетом Нью-Йоркской клиринговой палаты. Тем самым кредитный комитет выполнял те же самые функции, осуществление которых в наши дни возлагается на федеральный комитет по открытому рынку совета управляющих ФРС. Отметим, что кредитный комитет Нью-Йоркской клиринговой палаты был сугубо частным, никак не связанным с государством органом. См. Gilpin and Wallace (1904). Сегодня это полезное финансовое изобретение, сделанное в частном секторе, практически забыто. С одной стороны, оно полностью отвечало потребностям того времени. С другой стороны, его принципиальный изъян заключался в том, что система была не способна защитить публику от приостановки платежей со стороны банков, периодически происходивших во время резких экономических спадов.

4. Vagehot (1896): 131, 189.

нера. Эта задача относится к числу фундаментальных для человека — она трудна настолько, что даже в ретроспективе мы не можем дать однозначную оценку того, насколько хорошо она была решена, или извлечь действительно полезные уроки для будущих интервенций.

Знаменитый Боб Вудворд в биографии-бестселлере (2001) называет Алана Гринспена, возглавлявшего деятельность ФРС в 1987–2006 гг., «маэстро», в знак признания его заслуг перед американской экономикой. Книга вышла в свет перед самым окончанием впечатляющего подъема фондового рынка и экономического бума 1990-х гг.⁵ Деятельность А. Гринспена снискала широкое восхищение. Многие называли его гением. Но, как выяснилось несколько позже, он оказался у руля ФРС во времена неустойчивого экономического подъема, который после отставки А. Гринспена в 2006 г., сменился глубоким финансовым кризисом, после чего его почему-то перестали воспринимать как гениального экономиста.

Полный финансовый крах стал настоящей проверкой способностей центральных банков всех стран мира к обеспечению стабильного развития национальных экономик. Центральные банки были вынуждены перейти к импровизации и разработке новых решений. Но принимаемые ими меры оказались недостаточными для предотвращения мирового финансового кризиса. Взаимосвязи и взаимозависимости мировой финансовой системы, вызвавшие первоначальные кризисы на рынке жилья и на рынке субстандартной жилищной ипотеки в США, инициировали цепную реакцию по всему миру.

Трудности, с которыми сталкиваются центральные банки, коренятся в проблеме предсказания кризисов или подготовки к ним. В опубликованном 10 мая 2006 г. заявлении федерального комитета по операциям на открытом рынке ФРС США (комитет центрального банка, непосредственно ответственный за стабилизацию эко-

5. Woodward (2001).

номики посредством контроля над процентными ставками и кредитом) не содержится ни малейшего намека на грядущий кризис: «Комитет исходит из замедления в ближайшем будущем темпов роста экономики, приобретающего в значительной степени устойчивый характер, что отчасти отражает постепенное „охлаждение“ жилищного рынка и отложенные эффекты повышения процентных ставок и цен на энергоносители. <...> Комитет полагает, что для снижения инфляционных рисков могут потребоваться дополнительные меры, направленные на закрепление достижений текущей политики»⁶.

В июле 2006 г. во вступительном заявлении, предвзявшем решение Европейского центрального банка о процентных ставках, его руководитель Жан-Клод Трише писал: «Глобальная экономическая деятельность остается сильной, обеспечивая поддержку экспорту из еврозоны. Мы ожидаем увеличения объема инвестиций, обусловленного сохраняющимися в течение длительного времени очень благоприятными финансовыми условиями, реструктурированием баланса и накоплением средств, а также повышением доходов и эффективности хозяйственной деятельности»⁷.

Никаких крупных, способных привести к кризису, проблем не наблюдал и тесно взаимодействующий с центральными банками Международный валютный фонд (МВФ). В опубликованном в апреле 2006 г. обзоре «Перспективы развития мировой экономики» говорилось: «Несмотря на повышение цен на нефть и стихийные бедствия, мировые темпы экономического роста по-прежнему превосходят ожидания, чему способствуют

6. U.S. Federal Open Market Committee, Press Release, May 10, 2006, p. 1, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20060510a.htm>.

7. Jean-Claude Trichet and Lucas Papademos, «Introductory Statement», July 6, 2006, p. 1, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2006/html/iso60706.en.html>.

благоприятные условия на финансовых рынках и продолжение адаптивной макроэкономической политики. Что касается будущего, базисный прогноз предусматривает дальнейший активный рост, хотя... риски все еще смещены в сторону ухудшения, особенно ввиду продолжающегося возрастания значения ключевых факторов уязвимости — прежде всего глобальных дисбалансов»⁸.

Озабоченность «глобальными дисбалансами» — давний рефрен МВФ, которому не дают покоя внешнеторговый дефицит США и профицит во внешней торговле Китая. В то же время аналитики не увидели никаких фундаментальных причин, указывавших на начало в 2007 г. глубокого финансового кризиса. В обзоре содержалось лишь краткое упоминание о существовавшей в США «ключевой неопределенности», связанной с инфляцией на рынке жилья⁹. К какому заключению мог прийти человек, прочитавший обзор с первой страницы до последней? К выводу о неизбежности «продолжения уверенного роста», обусловленного «благоприятными условиями на финансовом рынке».

В июне 2006 г. в публикации Банка международных расчетов из Швейцарии, тесно взаимодействующего с центральными банками, указывалось исключительно на «признаки возможных в будущем проблем» на рынках высокооцениваемых активов¹⁰.

Правда заключается в том, что ни один из центральных банков не «разглядел» грядущего кризиса даже в том момент, когда он уже стоял на пороге. В 2006 г. Мартин Чихак провел исследование самых новых на тот момент времени отчетов о финансовой стабильности

8. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2006, p. 1.

9. В «Перспективах развития мировой экономики» за апрель 2006 г. высказывалась озабоченность положением на рынке жилой недвижимости США. Авторы обзора охарактеризовали его как «ключевую неопределенность» (International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2006, p. 17).

10. Bank for International Settlements, Quarterly Review, June 2006, p. 6.

47 центральных банков различных стран мира. Он пришел к выводу, что «практически все из отчетов (96%) начинались с положительных оценок прочности внутренней системы; при характеристике ее состояния использовались такие выражения, как „в хорошей форме“, „надежная“ или, по крайней мере, „улучшающаяся“»¹¹.

Тотальное фиаско руководства и сотрудников центральных банков, не предвидевших глубокий финансовый кризис, во многом обусловлено тем, что их деятельность в значительной степени носит политический характер, а также специфическими трудностями, с которыми всегда приходится иметь дело всем тем, кто пытается прогнозировать развитие политической ситуации. Банкиры, как профессионалы, стремились избегать любых проявлений тревоги до тех пор, пока они не будут располагать надежными свидетельствами. Однако любые фактические данные о наступающем кризисе необходимо было проанализировать и вынести собственную интуитивную оценку. Вдобавок отсутствовал политически правильный консенсус, который побуждал бы банкиров к тому, чтобы сделать свои интуитивные догадки достоянием публики.

Для того чтобы «рассмотреть» приближающийся кризис, необходимо было учесть такие факторы, как склонность людей к принятию желаемого за действительное, которая привела к надуванию жилищного «мыльного пузыря»; сомнительные с точки зрения морали поступки многих руководителей, избегавших критиковать его; политические причины, вынудившие регулятивные органы и рейтинговые компании отказаться от противостояния, а также открытую «пузырем» удобную возможность политикам использовать в отношении всемирных взрывов недовольства углублением социального неравенства стратегии «позволим им проесть

11. Čihák (2006): 19.

кредит» (если использовать термин, предложенный Рагужаном Раджаном после экономического коллапса)¹².

Осуществлявшиеся сразу после начала финансового кризиса реформы включали в себя создание новых государственных ведомств, ответственных за получение и анализ информации о финансовых проблемах, а также выработку политики, направленной на их устранение. В США, в соответствии с принятым в 2010 г. законом Додда — Франка, был создан Совет по надзору за финансовой стабильностью (FSOC), а в Европейском союзе, согласно решению Европарламента, — Европейский совет по системным рискам (первоначально его деятельность осуществлялась под эгидой Европейского центрального банка).

В будущем эти ведомства неизбежно столкнутся с очень сложными задачами. Они должны будут неким образом заранее знать о грядущих трудностях и принимать меры, направленные на борьбу с ними. Соответствующие действия сопряжены с необходимостью преодоления различных политических барьеров. Известно, что в центральных банках давно функционируют огромные исследовательские отделы, сотрудники которых регулярно участвуют в международных конференциях. Несмотря на все аналитические ресурсы этих отделов, им не удалось своевременно обнаружить практически никаких признаков наступления текущего кризиса. И поэтому у нас есть все основания скептически воспринимать заявления о будущих прогностических успехах этих структур.

Глубина мирового кризиса позволяет предположить, что предпринятые центральными банками усилия, пусть и запоздалые, позволили предотвратить развитие кризиса по катастрофическому сценарию. Но денежно-кредитной политики самой по себе недостаточно, для того чтобы воспрепятствовать экономическому спаду с его

12. Rajan (2010).

тяжелыми последствиями. Еще одним важнейшим инструментом стабилизации современной экономики является налогово-бюджетная политика, политика налогообложения и государственных расходов.

Политические деятели, ответственные за осуществление налогово-бюджетной политики

Начиная с Великой депрессии 1930-х гг. в обществе укоренилась идея, согласно которой правительство страны должно время от времени, когда политика центрального банка оказывается неадекватной, стимулировать национальную экономику посредством налогово-бюджетной (фискальной) политики, то есть посредством снижения налогов, повышения государственных расходов или используя оба этих инструмента. Во время Великой депрессии такая политика называлась «подпиткой» или «подбрасыванием средств» (аналогия, выразившая надежду на то, что относительно слабые фискальные стимулы окажут заметное влияние на экономику).

Основная проблема этой идеи, возникшей во время Великой депрессии и вновь завоевавшей популярность в период экономического кризиса 2000-х гг., заключается в том, что, несмотря на кажущуюся легкость уменьшения налогового бремени, сокращение налогов само по себе, не сопровождающееся ограничением государственных расходов, ведет к увеличению национального долга. В случае если депрессия продлится несколько лет, возникнет проблема растущего государственного долга, и общество, скорее всего, будет выступать за введение режима строгой налогово-бюджетной аскезы. В данном случае следует учитывать, что изменение стимулов, возможно, окажется преждевременным.

Теоретически ускорения экономического роста можно добиться с помощью сбалансированных бюджетных стимулов, в равной степени увеличивая и налоги, и рас-

ходы бюджета, что позволило бы добиться сохранения уровня государственного долга. В 1940-х гг. экономисты придерживались мнения, согласно которому «мультипликатор сбалансированного бюджета» равен единице, по крайней мере в тех случаях, когда процентные ставки находятся на низком уровне, как во время Великой депрессии и в наши дни в США. Это означает, что расширение государственных расходов и рост ВВП идут рука об руку, когда увеличение первых на один доллар ведет к росту второго на один доллар.

Проблема состоит в том, что повышение налогов ослабляет воздействие фискальных стимулов, так что по своему воздействию эта политика становится не столько «подпитывающей», сколько «экспроприаторской». Если мы планируем добиться ускорения роста экономики посредством сбалансированных бюджетных расходов, нам необходимо приготовиться к огромным по величине затратам государственных средств.

Кроме того, существует проблема поиска наиболее уместных направлений расходов государства. В условиях ограниченности времени очень трудно быстро найти проекты, на которые следовало бы выделить крупные государственные средства. К тому же одним из условий выбора таких проектов является возможность отказа от их осуществления в случае, если экономика пойдет на поправку.

Эти трудности ограничивали возможности государственных деятелей по стимулированию экономики и во время Великой депрессии, и во время экономического кризиса 2000 гг. В случае если в отборе проектов были допущены ошибки, возможны жалобы публики, уверенной, что новые начинания предпринимаются в интересах неких групп, преследующих свои собственные интересы. В результате программа стимулирования рискует потерять поддержку широких слоев населения. Так было в поздний период Великой депрессии. Аналогичную картину мы наблюдаем и во время текущего финансового кризиса.

Во время Второй мировой войны эта проблема довольно широко обсуждалась в США, так как многие политики опасались, что послевоенное сокращение государственных расходов и исчезновение экономических стимулов к развитию может привести к еще одной Великой депрессии. В 1941 г. американское правительство учредило Резерв общественных работ (Public Work Reserve). В рамках деятельности этого фонда планировалось наполнить его «полку» высококачественными, пригодными к немедленному осуществлению проектами общественных работ, к реализации которых можно было бы приступить в любой момент в случае, если бы экономика начала «спотыкаться». В 1943 г. были опубликованы результаты анализа деятельности Резерва общественных работ, осуществленного Бенджамином Хиггинсом. Исследователь отмечал, что контроль над организацией осуществлялся сразу несколькими ведомствами «и победителем в ней, ответственным за установление юрисдикционных прав Резерва, оказалось агентство, не имевшее денежных фондов, необходимых для продолжения проекта»¹³. К тому же деятельность Резерва осложнялась трудностями, вызванными войной. В 1942 г. эта организация прекратила свое существование. Функции фонда были перераспределены между другими ведомствами, и вскоре о Резерве благополучно забыли.

Впрочем, короткая история Резерва общественных работ отнюдь не означает, что подобные программы заранее обречены на неудачу. Нам необходимы ведомства, деятельность которых была бы рассчитана на перспективу, такие как Национальный научный фонд. Мартин Шубик предлагал воссоздать в новой форме ведомство, схожее по своим функциям с Резервом общественных работ. Он даже предложил его название — Федеральное управление резервной занятости (Federal Employment Reserve Authority)¹⁴.

13. Higgins (1943): 188.

14. Shubik (2009).

Вероятно, в будущем в случае экономических спадов будет возникать необходимость обращения к инструментам налогово-бюджетной политики. Для того чтобы избежать возникавших в прошлом проблем с их применением, мы должны разработать такую систему фискальной политики, которая позволяла бы более быстро реагировать на развитие событий в экономике.

Создание финансовых институтов, призванных ограничить размах экономических флуктуаций

Мы убедились в том, что политики, ответственные за стабилизацию экономики, играли и играют важную роль в успехе современного финансового капитализма. Мы увидели, что они призваны решать трудные по самой своей природе задачи. В то же время мы могли бы существенно облегчить их деятельность, если бы были созданы финансовые институты управления рисками в большинстве своем непредсказуемых кризисов. Финансовые рынки, несмотря на всю свою подверженность эксцессам и спекулятивным «мыльным пузырям», по крайней мере, обладают тем преимуществом, что их деятельность еще не полностью подвержена влиянию политической корректности: рынки привлекают независимо мыслящих людей, не боящихся действовать, полагаясь на свои интуитивные, возможно ничем не подтвержденные, теории.

Ни денежно-кредитная, ни налогово-бюджетная политика не позволяют нам возвести непреодолимые препятствия на пути сильных экономических колебаний. Но мы имеем возможность ослабить их воздействие на отдельных людей, используя соответствующие финансовые институты, известные как автоматические стабилизаторы. Имеются в виду институты, снимающие с государственных деятелей бремя осуществления политически трудных стабилизационных шагов.

Впервые государственная политика страхования по безработице начала осуществляться в 1911 г. в Великобритании. Она позволила ослабить воздействие экономических колебаний на наиболее уязвимых в этом смысле людей. Еще одним автоматическим стабилизатором является прогрессивный подоходный налог, поскольку во время экономического спада объем налоговых поступлений автоматически уменьшается, а во время подъема — возрастает, что позволяет уменьшить размах флуктуаций.

В будущем такие автоматические стабилизаторы должны принять (и, надо полагать, примут) новые формы. Это могли бы быть различные виды политики страхования от снижения цен на жилую недвижимость, собственного капитала домовладельца или ипотечные кредиты, облегчающие управление рисками, такие как уже предлагаемая мною непрерывно корректируемая ипотека¹⁵.

Государство должно приступить к эмиссии ценных бумаг, привязанных к национальному ВВП или другим показателям его экономических успехов¹⁶. В данном случае за образец берется акционерный капитал — речь идет о долях в национальной экономике, а не о долговых обязательствах. Таким образом, государственный долг приобретает дополнительную гибкость, а выплаты по нему осуществляются в зависимости от экономических результатов. Например, в период экономического кризиса бремя обслуживания государством облигаций, «привязанных» к ВВП, автоматически становится менее тяжелым. Правительства различных стран могли бы выпускать ценные бумаги как доли ВВП для инвесторов всего мира. Если бы номинал этой ценной бумаги был установлен в размере одной триллионной доли ВВП, то их можно было бы назвать «триллами»¹⁷.

15. Shiller (2008).

16. Shiller (1994, 2003, 2008, 2011); Athanasoulis and Shiller (2001).

17. Kamstra and Shiller (2010).

Возможно, правительствам различных стран было бы целесообразно эмитировать предназначенные международным инвесторам кредитные ценные бумаги, курс которых бы повышался и понижался не пропорционально объему ВВП, а в большей степени. Вспомним хотя бы об ожидавшемся с 2009 г. долговом крахе Греции. Если бы греческое правительство, оказавшееся в 2010–2011 гг. на грани долгового краха, заимствовало необходимые ему средства посредством эмиссии предлагаемых нами ценных бумаг, то в период кризиса объем его долговых обязательств резко сократился бы. Более того, возможно, что не было бы и кризиса как такового¹⁸.

Стабилизация в будущем

Представляется, что способность защитить людей от капризов экономических бумов и депрессий остается одним из наиболее несовершенных аспектов нашей финансовой системы. То обстоятельство, что мы воспринимаем управление этими экономическими флуктуациями как очень трудную задачу, в значительной мере обусловлено источником их происхождения — системой высшего порядка, комплексной системой с участием людей и проявляемых ими эмоций. Нам необходимо стимулировать людей к производительному труду, но наличие эмоциональной составляющей в огромной степени затрудняет создание и совершенствование системы стимулирования. Мы не имеем возможности проводить контролируемые эксперименты с национальной экономикой, чтобы установить ее динамику. Но мы обязаны сделать все возможное для того, чтобы досконально изучить факторы и закономерности непостоянства современной финансовой экономики и проявить творческий подход к практическому применению полученных знаний.

18. Shiller (2012a).

Начиная с середины XX в. основные современные инструменты стабилизации экономики (политика налогообложения и государственных расходов, а также денежно-кредитная политика центрального банка) являются общепризнанным стандартом действий любого государства мира. Во время начавшегося в 2007 г. финансового кризиса их значение еще более возросло. Но ничто в мире не вечно, и в будущем все эти инструменты экономической политики будут эволюционировать. Возможно, со временем они устареют, утратят действенность и будут забыты, повторив судьбу расчетных сертификатов или свидетельств задолженности членов клиринговой палаты друг перед другом (распространенная в XIX столетии технология предотвращения банкротств банков).

Экономическая политика изменяется уже сейчас под воздействием революции в информационных технологиях вкупе с инновациями в финансовых технологиях. В политике центрального банка, в центре внимания которой традиционно находилось денежное предложение, уже применяются неизвестные в недалеком прошлом инструменты, такие как крупномасштабные покупки активов, валютные свопы и количественное смягчение. Масштаб и степень сложности финансовой системы претерпевают фундаментальные изменения.

В ближайшем будущем грядут еще более фундаментальные изменения, такие как замена денег на электронные единицы. Это нововведение может быть использовано как повод для перехода к новой системе экономических единиц измерения, таких как *корзины*, которые мы более подробно рассмотрим в главе 22. Вероятно, в грядущие десятилетия произойдут фундаментальные изменения в основных свойствах и функциях центральных банков, если они еще будут так называться. Центральные банки были институтом, отвечавшим своему предназначению в определенный исторический период и в определенных условиях. Возможно, что их время подходит к концу.

Прямо на наших глазах в ответ на требования, предъявляемые текущим финансовым кризисом, по всему миру происходит переосмысление и обновление инструментов политики экономической стабилизации. Этот процесс будет продолжаться. Неизменной, видимо, останется лишь его цель — стабилизация экономики, неустойчивой по самой своей природе. Истинная история центральных банков — это не имеющийся в их распоряжении арсенал инструментов и процедур, но их неизменная приверженность применению в реальном мире сложных финансовых инструментов.

Менеджеры некоммерческих организаций и доверительные управляющие

ДОВЕРИТЕЛЬНЫЕ управляющие осуществляют портфельный менеджмент в интересах благих дел других людей, в большинстве случаев продолжающихся и после смерти клиентов. Некоммерческие организации предоставляют гранты в поддержку благих дел или ведут соответствующую деятельность. И доверительные управляющие, и некоммерческие организации предоставляют людям возможность убедиться в том, что их намерения осуществляются в крупном масштабе и в течение длительного времени (возможно, не вполне совершенно, не в полном соответствии с намерениями инициаторов благих дел). Определение границ деятельности такого рода институтов представляет собой трудную финансовую проблему. Однако на данный момент мы добились определенного успеха в решении этой задачи.

Деятельность доверительных управляющих способствует достижению долгосрочных целей

Цели, которые ставят перед собой люди, как правило, характеризуются неявным образом заданными временными рамками, а условием их достижения во многих

случаях является последовательная непрерывная деятельность в течение длительного периода времени.

Трастовые компании, выступающие в качестве доверительного собственника, и трастовые (доверительных операций) отделы банков «живут» дольше, чем отдельный человек. И поэтому люди могут рассчитывать, что управление в интересах благих дел будет осуществляться на протяжении десятков или сотен лет. Рассмотрим пример из жизни. Предположим, родители ребенка с особыми потребностями учреждают трастовый фонд в его поддержку. Они руководствуются простыми соображениями. Скорее всего, дитя переживет родителей, поэтому им необходимо, чтобы некто оказывал ему помощь и в будущем. Передавая некую собственность в доверительное управление, они имеют возможность продлить деятельность, направленную на благо своего ребенка далеко за пределы отпущенной им жизни. Трастовые организации — замечательное изобретение современных финансов, позволяющее расширить временные рамки человеческих намерений и в определенных обстоятельствах сделать их «вечными».

Данная система доказала свою действенность в различных формах, однако ее использование затрудняет так называемая проблема агента: в изменяющемся мире неизбежно меняется и природа благих дел. Именно поэтому люди, предоставляющие средства, не могут знать, какой будет реакция на изменения будущих доверительных управляющих.

Шейкеры, официальное название которых звучит как «Объединенное сообщество верующих во второе пришествие Христа», — это американская религиозная секта, основанная в XVIII столетии Анной Ли. Ее члены верили, что условием спасения души человеческой является celibat, обет безбрачия. Поскольку шейкеры (трясуны) не могли иметь детей, возникла проблема воспроизводства общины. Основные надежды шейкеры связывали с притоком новых членов, отчасти из созданных общиной детских приютов. Но их надежды

были развеяны в прах, так как законодательство США не приветствовало содержание сирот в церковных приютах, и этот источник пополнения рядов секты быстро иссяк. Сегодня мы знаем о шейкерах только благодаря их финансовому наследству, сохранность которого обеспечил доверительный фонд. Базирующийся в штате Мэн Shaker Trust поддерживает шейкерскую общину в поселении Саббатдэй-Лэйк, большинство населения которой не являются членами секты. На момент написания книги в этом поселении оставались всего три настоящих шейкера.

Тем не менее шейкерская традиция продолжает жить благодаря заключенным в прошлом финансовым договоренностям. Действующая в интересах Объединенного сообщества шейкеров Sabbathday Lake, Inc. — некоммерческая организация, основная задача которой состоит в распространении верований шейкеров. Но сегодня ее деятельностью управляют отнюдь не шейкеры. В соответствии с уставом, совет Sabbathday Lake обязан принимать решения, по мнению его членов, соответствующие декларируемой миссии организации, и нанимать для этого людей, труд которых должным образом оплачивается (включая и работу членов совета). Поскольку эту роль не способны исполнить молодые шейкеры ввиду их физического отсутствия, члены совета интерпретируют свою миссию в свете современных условий, так как они ее понимают. Возможно, они не полностью разделяют цели некоммерческой организации и не делают всего, на что способны, для возрождения этого религиозного течения. Но религия остается жить в финансовой сфере десятилетия и века, даже если ее экстатическая духовная мотивация давно увяла. Надежда на возрождение религиозного движения может быть не слишком высокой, но с помощью некоммерческой организации оно выживает финансово. Возможно, основатели Объединенного сообщества шейкеров были бы разочарованы этим результатом, учитывая истовость их веры. Но способности идеального го-

сударства превращать мечты каждого члена общества в реальность ограничены — и эту его черту прекрасно описывают финансы.

Финансовые механизмы доверительного управления — наилучший из доступных обществу способов продления «жизни» целей и намерений его членов. Эти институты далеки от совершенства. Однако они значительно превосходят любой другой институт, который мы, как отдельные личности, могли бы использовать для достижения наших личных целей в широких временных пределах. Да, имеется еще одна работоспособная альтернатива — лоббирование выделения государством средств, которые помогли бы решить поставленные задачи. Но в этом случае наши цели должны быть «политически корректными» и восприниматься большинством населения как законные. Цели шейкеров, как и цели миллиардов других людей, безусловно, не соответствуют этим двум условиям.

Некоммерческие организации

Некоммерческая (бесприбыльная) организация, как и следует из ее название, не ставит своей целью получение прибыли, а значит, и никак не распределяет ее. У нее нет акционеров, ожидающих выплаты дивидендов. В некоторых случаях некоммерческая организация тождественна благотворительному фонду. Но организации этого типа (такие, как некоммерческие больницы или университеты) могут вести и настоящую хозяйственную деятельность. Некоторые из них в конкуренции с коммерческим сектором «опускаются» до сомнительных способов ведения дел. Например, согласно данным исследования, проведенного *Total Compensation Solutions*, консалтинговой фирмой, специализирующейся в области человеческих ресурсов, в 2007–2008 гг. 42% некоммерческих организаций США использовали для стимулирования высшего руководства

формальные премиальные планы. С течением времени доля таких компаний увеличивалась¹.

Бесприбыльные организации отличаются от коммерческих тем, что их деятельность осуществляется ради тех или иных благих целей или общих дел, а не для обеспечения дохода инвесторам. Некоммерческие организации образуют важнейший «третий сектор» национальной экономики (к первым двум принадлежат государственные и коммерческие предприятия и организации).

Американское законодательство характеризуется обычно сильным уклоном, уделяя основное внимание идее коммерческих компаний, существующих исключительно для выгоды своих акционеров. Еще со времен публикации в 1932 г. классической работы Адольфа Берли и Гардинера Минза *The Modern Corporation and Private Property* («Современная корпорация и частная собственность») законы США подчеркнуто защищают акционеров (их высокая степень рассредоточения затрудняет надзор за деятельностью компаний, акциями которых они владеют) от своекорыстных советов директоров и наделяют их правом предъявления судебных исков к руководству в случаях, если его решения не отвечают интересам держателей акций². В результате целого ряда последовательных решений судов общей юрисдикции принятая когда-то в американском корпоративном праве концепция «долга верности» членов советов директоров эволюционировала в долг верности акционерам.

Напротив, в Европе (где степень концентрации акционерной собственности традиционно была более высокой) корпоративные советы уделяли меньшее внимание опасности того, что их члены будут интерпретировать свои обязанности более широко, чем обес-

1. http://compforce.typepad.com/compensation_force/2008/02/bonusincentive.html.

2. Berle and Means (1932).

печение доходов акционеров³. Институциональные структуры, в свою очередь, избегали поощрения советов к сосредоточению на проблеме акционерной стоимости. Например, в соответствии с немецкими законами, в наблюдательный совет (*Aufsichtsrat*) корпорации в большинстве компаний обязательно должны входить представители рабочих. Во многих случаях в деятельности советов участвуют и представители профессиональных союзов⁴. Неудивительно, что в данном составе советы будут уделять меньшее внимание максимизации акционерного капитала.

В последние годы в США набирает силу движение, участники которого стремятся убедить правительства штатов в необходимости создания «четвертого сектора», в который входили бы корпорации нового типа — так называемые благотворительные корпорации (*benefit corporation*). В уставах последних признается необходимость не только получения прибыли, но и осуществления различных благих дел. Благотворительные корпорации не имеют юридических обязательств относительно максимизации доходов акционеров, поэтому в тех случаях, если их деятельность не сосредоточена исключительно на погоне за прибылью, им не придется беспокоиться по поводу возможных судебных исков со стороны держателей акций. В уставах корпораций-благотворителей могут содержаться статьи, в которых особо оговариваются действия организации, направленные на решение определенных общественных задач. В связи с этим они в большей степени ориентированы на интересы широ-

3. Salacuse (2003).

4. Требование об обязательном представительстве рабочих в *Aufsichtsrat* содержится в разделе 96 немецкого Закона о корпорации (*Aktienengesetz*), <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/BjNR010890965.html>. Согласно разделу 88 того же закона, членам совета запрещается конкурировать с компанией; в то же время в нем отсутствуют явным образом выраженное требование о долге верности, а также условие об исключительной ответственности советов перед акционерами.

ких слоев населения, чем европейские компании. В отличие от некоммерческих организаций благотворительные корпорации не пользуются налоговыми льготами.

До настоящего времени законы, открывающие возможность создания таких корпораций, приняты в семи штатах США. Первопроходцем в апреле 2010 г. стал Мэриленд, за которым последовали Вермонт, Нью-Джерси, Виргиния, Гавайи, Калифорния и Нью-Йорк. Целесообразность принятия аналогичных законов рассматривается во многих других штатах⁵. Весьма обнадеживает, что многие инвесторы частных компаний действительно не желают ограничиваться погоней за прибылью. Данное направление развития бизнеса представляется здоровым и перспективным. Известно, что определенной популярностью пользуется этическое инвестирование, и его приверженцев, вероятно, заинтересуют вложения в корпорации-благотворители. В главе 28 я высказываю предположение о возможности существования еще одного типа корпораций, который в отличие от благотворительных я называю соучастствующими некоммерческими (*participation nonprofit*). Последние позволяют сделать еще один шаг вперед в направлении движения к социальным целям.

Пока корпорации-благотворители остаются новой идеей, и их деятельность никак не отражается на финансовой системе в целом. В отличие от них настоящие некоммерческие организации уже играют очень важную роль. Удивительно хотя бы то, насколько велико их количество. В 2010 г. в США насчитывалось 1,6 миллиона некоммерческих организаций⁶. Почему столь большое количество американцев учреждают организации, не приносящие им никакой прибыли? Ответ заключается в том, что у людей есть и другие, помимо получения личных доходов, цели и стремления.

5. <http://www.bcorporation.net/publicpolicy>.

6. <http://nccsdataweb.urban.org/NCCS/V1Pub/index.php>.

Конечно, зарабатывать можно и участвуя в создании некоммерческой организации, и работая в ней, так как она оплачивает труд своих сотрудников. Различие заключается в том, что в соответствии с общими ожиданиями оплата должна соответствовать рыночной заработной плате, назначаемой за выполнение сопоставимых обязанностей в компаниях коммерческого сектора. Если индивид учреждает некоммерческую организацию, он создает рабочие места для себя и для других людей. Но едва ли он рассчитывает разбогатеть на этом⁷.

Все вышесказанное не означает, что некоммерческие организации не *получают* прибылей. Они всего лишь не *распределяют* их; они направляют прибыли на увеличение целевого капитала, используемого для достижения благих целей. В действительности многие некоммерческие организации *стремятся* зарабатывать прибыль, так как им приходится конкурировать с коммерческими организациями. В этих случаях внешне они могут выглядеть неотличимыми от «коммерсантов». Но между ними сохраняется принципиальное различие: некоммерческие организации существуют для достижения институциональных благих целей, в то время как коммерческие — для достижения индивидуальных целей своих собственников. Вот почему в организационной сущности первых присутствует важная составляющая корпоративного идеализма.

Экономист Йозеф Шумпетер рассматривал деятельность таких организаций в своей классической работе «Капитализм, социализм и демократия» (1950). Он приводил пример некоммерческой больницы как важного института капиталистического общества, в некотором смысле ему не принадлежащего (в силу отсутствия стремления к получению прибыли). Й. Шумпетер писал: «Но и современная больница, хотя она, как правило, работает не ради прибыли, является, тем не менее,

7. В некоторых случаях некоммерческие организации «рождают» собственных миллионеров. См. Buettner (2011).

продуктом капитализма, и не только, повторяю, потому, что капиталистический процесс создает для нее средства и стимулы, но главным образом потому, что именно капиталистическая рациональность породила тот склад ума, благодаря которому были созданы методы организации, используемые в современных больницах»⁸. Действительно, некоммерческие больницы должны заключать такие же комплексные финансовые соглашения, как и коммерческие субъекты хозяйствования — со своими донорами, со своими сотрудниками, со своими кредиторами и органами власти.

Институциональные «накопители»

Многие некоммерческие институты на протяжении многих лет накапливают денежные средства, не слишком задумываясь о том, что они будут делать с аккумулируемым богатством. Чаще всего университеты наращивают свой целевой капитал (эндаумент-фонд), не имея представления о том, как он будет тратиться, расходуя на текущую деятельность лишь часть дохода. Эти их действия выглядят иррациональными: если деньги никогда не будут истрачены, то зачем они?

В соответствии с данными исследований, некоммерческие больничные корпорации реагируют на снижение спроса на услуги не так быстро, как владельцы ориентированных на прибыль больниц. Они продолжают капитализацию прибыли, вкладывая ее в новые больницы, даже если это решение о распределении ресурсов выглядит ошибочным. В определенном смысле их прибыли превращаются в «замороженный капитал», используемый для достижения неизменной цели, даже если в этом уже нет никакой необходимости⁹.

8. Schumpeter (1950): 125–126.

9. Hansmann et al. (2003).

В процессе своей деятельности некоторые университеты накапливают огромные по объему фонды целевого капитала. Чего они добиваются, если денежные средства оказываются «в кубышке»? Согласно одному из часто приводимых доводов, аккумулируемые средства являются своеобразным буфером, который должен использоваться в чрезвычайных ситуациях. Однако, как подчеркивает экономист Генри Хансман, большинство университетов в самых сложных исторических обстоятельствах не позволяли себе использовать средства из фондов целевого капитала¹⁰. Даже во время глубокого финансового кризиса, разразившегося в 2007 г., университеты использовали лишь незначительные количества капитала из эндаумент-фондов; в большинстве случаев они просто ограничивали некоторые направления деятельности.

Накопление целевого капитала в отсутствие четко определенных целей представляет собой институциональную кальку с поведения отдельных людей, приобретающих богатство, которое они никогда не смогли бы потратить с выгодой для себя лично. Это отчасти обусловлено стремлением к бессмертию в их собственном понимании. Бессрочное сохранение крупного целевого капитала позволяет университету обращаться за новыми пожертвованиями к своим выпускникам. Последние знают, что их физическая смерть неизбежна, но воспринимают взносы в фонд университета как возможность ее преодоления, как возможность трансценденции.

Будущее доверительного управления и некоммерческих организаций

Профессиональная деятельность руководителей доверительных фондов, компаний, отделов и менеджеров некоммерческих организаций с точки зрения функцио-

10. Hansmann (1990).

нирования финансового капитализма имеет основополагающее значение, так как она позволяет существенно увеличить наши экономические силы и распространить их воздействие далеко за пределы непосредственного потребления, на достижение более возвышенных целей. При этом механизм такого распространения носит индивидуалистический и демократический характер. В будущем структура наших некоммерческих организаций должна быть усовершенствована с целью устранения рассматриваемых в этой главе проблем, включая расфокусировку усилий доверительных управляющих и «замораживание» капитала в некоммерческих субъектах хозяйствования. К некоторым средствам достижения этой цели мы обратимся в последующих главах книги.

Эта структура обязательно должна быть улучшена, что позволит доверительным менеджерам и руководству некоммерческих организаций более эффективно достигать поставленных перед ними конечных целей. По мере углубления нашего понимания человеческой психологии и развития поведенческой экономики будет происходить дальнейшее совершенствование структуры и управления некоммерческими институтами.

Но и современные трастовые и некоммерческие организации играют важную роль, так как они открывают перед многими и многими людьми возможность добиваться целей, достижению которых они посвятили свою жизнь (в некоторых случаях преодолевая и эти пределы).

Филантропы

БЛАГОТВОРИТЕЛЬНАЯ деятельность играет в рыночной экономике действительно важную роль. Ну что может сделать беспримесно эгоистичная личность с огромными богатствами, которые наша финансовая система дарует успешным людям? В конкретный момент времени человек может ехать только в одном автомобиле. За один раз можно съесть ограниченный объем пищи. Надеть на себя можно только один комплект одежды. Практически все вещи, которые можно купить за деньги, основываются на товарах, доступных на рынке в массовых количествах. И поэтому они не слишком отличаются от продуктов, которые может приобрести любой другой человек. Да, на стол может быть подано прекраснейшее вино. Но стоит ли кривить душой? Оно едва-едва отличается от других вин, изготавливаемых для массового рынка. Конечно, некоторые из очень богатых людей скупают огромные замки и поместья, коллекционируют дорогие лимузины и другие предметы роскоши. Но у нас есть все основания полагать, что чем больше такого рода приобретений совершает человек, тем ниже степень его удовлетворения от владения.

Об этом писал еще Адам Смит в «Теории нравственных чувств»:

Природа не без цели побуждает бесчувственного и гордого землевладельца оглядывать жадными глазами свои обширные владения и пожирать в своем воображении покрывающие их богатые жатвы, не помышляя ни на одну минуту о потребностях своих ближних.

Последний подтверждает собой известную поговорку о глазах более жадных, чем брюхо. Его желудок не находится в соответствии с его желаниями и не может вместить в себя больше, чем желудок простого крестьянина. Он поневоле должен отдать часть того, что потребить не в состоянии, человеку, который приготовил бы для него самым изысканным способом то небольшое количество пищи, какое он может съесть; который бы соорудил и украсил занимаемый им дворец; который бы заботился о безделушках и излишних вещах, питающих его тщеславие¹.

Путешествуя с астероида на астероид, Маленький принц (герой одноименной классической детской книги Антуана де Сент-Экзюпери) встретил делового человека, объявившего, что он владеет всеми звездами. У него был большой лист бумаги, на котором перечислялись все 501 миллион 622 тысячи 731 звезда. Маленький принц спросил: «А для чего тебе владеть звездами?» В ответ он услышал: «Чтоб быть богатым. <...> Чтобы покупать еще новые звезды, если их кто-нибудь откроет»². Было бы здорово, если бы каждый из нас с детства усвоил простую истину: владение большинством всех остальных вещей столь же бессмысленно, как и владение звездами.

Осознавая бесполезность крупных состояний, большинство людей и не пытаются приложить усилия к накоплению огромных богатств. Многие выбирают другой вид проявления милосердия, сходный с благотворительностью, — профессии, в которых труд оплачивается сравнительно низко, но приносит чувство удовлетворения от возможности оказывать помощь людям и непосредственно видеть ее результаты. Как, например, школьный учитель или медсестра. На это некоторые могут возразить, что в таком случае благотворительной деятельностью является труд *большинства* из нас.

1. Smith (1761): 272–273.

2. Saint-Exupéry (1943): 38.

Фундаментальная экономическая роль филантропов

Мы рассматриваем в этой главе деятельность филантропов или благотворителей, тех, кто в «рабочее время» зарабатывает деньги, а в «свободное» — направляет часть своих доходов на осуществление благих дел в самых разных сферах: милосердие и помощь нуждающимся, религия, искусство, наука, экология, образование и т.д. Поскольку большую часть времени филантропы проводят в трудах, приумножая богатство, и живут своей собственной жизнью, они упускают возможность своими глазами увидеть результаты собственной благотворительности и испытать чувство удовлетворения, встретившись с благодарными выгодоприобретателями. С другой стороны, благодаря более высоким доходам филантропы способны умножить количество своих благих дел. В этом и заключается моральный долг индивидов, наделенных управленческими или финансовыми талантами и способностью заглядывать в будущее к выгоде других людей.

Люди, которым удалось создать крупные состояния, *обязаны* планировать свое расставание с ним, независимо от того, перейдет оно к детям, друзьям или родственникам или будет направлено на филантропию. Других разумных исходов историй их собственных жизней не существует. Окончательная передача состояния не должна происходить задним числом. У человека, накопившего богатство, есть одна естественная миссия. Индивид, способный заработать состояние в бизнесе, наверняка способен прекрасно распорядиться и филантропической деятельностью.

Об этом говорит в своей статье «Wealth» («Богатство»), опубликованной в 1889 г. в *North American Review* и впоследствии переименованной в «The Gospel of Wealth» («Евангелие богатства») знаменитый Эндрю

Карнеги³. Она сразу же привлекла к себе внимание общественности и вызвала оживленную дискуссию. В последние годы к статье Э. Карнеги вновь проявляется повышенный интерес.

Нельзя сказать, что те, кто добивается успехов в бизнесе, обязательно умнее других людей. В действительности они могут быть относительно безразличными к реальным нуждам бедняков и в равной степени, в силу своей сосредоточенности на хозяйственной деятельности, не испытывают интереса к интеллектуальным поискам. Скорее, они одарены специфической способностью разума — умением находить наилучшие сочетания человеческих талантов и деловых возможностей. Эта их особенность может и должна использоваться во благо людей.

Э. Карнеги писал в своей статье, что «в условиях свободно действующих экономических сил люди, обладающие этим особым талантом к ведению дел, с необходимостью должны получать более высокие доходы, чем те, которые они могли бы разумно тратить на свои нужды; и этот закон полезен для прогресса в той же мере, что и другие»⁴.

В статье содержалась теория капитализма как арены конкурентной борьбы, в соответствии с которой деловой мир находится на стадии, когда «выживают наиболее приспособленные»⁵. Те, кто в наибольшей степени

3. Заключительное предложение первоначальной статьи Э. Карнеги, опубликованной в 1889 г., звучало следующим образом: «Следовательно, по моему мнению, это и есть истинное Евангелие богатства, которое когда-нибудь позволит решить проблему богатства и бедности и принесет „мир на Земле для всех людей доброй воли“» (р. 664). В том же году статья была перепечатана в Лондоне под заголовком «Евангелие богатства». Под этим же названием она впоследствии вошла в сборник избранных эссе Э. Карнеги (Carnegie 1901).

4. Carnegie (1889): 656.

5. «Цена, которую общество платит за закон конкуренции, несомненно, высока, как высока цена, которую оно платит за дешевый комфорт и роскошь; но польза от этого закона еще выше, по-

приспособлен к использованию практических управленческих навыков и умений, будут постепенно подниматься к вершине в своем деле, превращаясь в богатых людей. Но, по Э. Карнеги, это не просто дарвиновская борьба за выживание, ведь над ней возвышается моральный долг. Для победителей в экономических баталиях последний заключается в том, что, достигнув вершин в бизнесе, они выходят в отставку достаточно молодыми для того, чтобы применить свои управленческие навыки для распоряжения богатством во благо общества.

Жизнь самого Э. Карнеги — пример воплощения в жизнь идеалов человека. Его филантропическая деятельность началась через семь лет после публикации «Богатства». Первым шагом в этой сфере стало учреждение в 1896 г. Музея естественной истории Карнеги, под эгидой которого было осуществлено огромное количество палеонтологических экспедиций. В ту пору Э. Карнеги исполнился 61 год. В 1900 г. он основал Технологический институт Карнеги (ныне Университет Карнеги-Меллон). В 1901 г. промышленник продал компанию *Carnegie Steel* Дж. П. Моргану и отошел от дел в возрасте 65 лет, посвятив всю свою оставшуюся жизнь благотворительности. В 1902 г., когда Э. Карнеги было 67 лет, он основал Институт Карнеги (специализировавшийся на научных исследованиях), в 1910 г. в возрасте 75 лет — Фонд Карнеги за международный мир и в 1911 г., когда ему исполнилось 76 лет, — Корпорацию Карнеги в Нью-Йорке (для развития образования). Э. Карнеги умер, когда ему было 83 года.

В наше время Билл Гейтс и Уоррен Баффет, два самых богатых американца, согласно рейтингу *Forbes 400*, возможно вдохновленные примером Э. Карнеги, нача-

сколько ему мы обязаны нашим успешным материальным развитием, влекущим за собой улучшение условий жизни. <...> Он — наилучшее для рода человеческого, поскольку обеспечивает выживание сильнейшего в любой сфере деятельности». *Carnegie (1889): 655.*

ли кампанию за принесение самыми богатыми людьми мира «клятвы дарения»⁶. В соответствии с ней владельцы крупнейших состояний обещают при жизни направить на благотворительность половину своих богатств. В 2010 г. инициаторы «клятвы» побывали в Китае, где пригласили 50 богатейших людей страны на встречу, чтобы обсудить вопросы благотворительности.

Фонд Билла и Мелинды Гейтс осуществляет благие дела по всему миру. Его цели и методы существенно отличаются от государственной практики (во многих случаях правительство страны обязано обосновывать свои действия национальными интересами). Например, Фонд Гейтс предоставил грант Ливерпульской школе тропической медицины на разработку препаратов для лечения речной слепоты, эта болезнь — настоящий бич для населения беднейших регионов Африки и Азии. В подобных случаях государство оказывает довольно слабую поддержку, так как оказание помощи населению зарубежных стран не позволяет увеличить политический капитал внутри страны. Например, правительство США столкнулось бы с немалыми политическими трудностями, если бы оно предложило выделить денежные средства английскому университету для осуществления проекта, выгодного жителям дальних стран. В отличие от него для частного фонда подобных препятствий не существует.

Эгоизм и филантропия

Довольно часто благотворительность воспринимают как проявление эгоизма. И действительно, эта черта человеческой натуры играет немалую роль в филантропии. В ней присутствует и благородство, но только как одна из сторон личности. Тем не менее даже если дарители

6. Buffett (2010); <http://givingpledge.org/>.

настаивают на том, чтобы благим делам присваивались их имена, даже если они получают возможность приобрести репутацию благородных людей, благотворительность остается благотворительностью.

Постепенно человек приходит к осознанию того, что удовлетворение от огромного богатства едва ли не полностью заключается в повышении степени самоуважения, упрочении чувства собственного достоинства, но никак не в потреблении накопленного и не в признании или восхищении других людей. Присмотримся к индивиду, не так давно сделавшему себе состояние. Его многочисленные достижения, скорее всего, уже получили признание со стороны окружающих, со стороны родственников и знакомых. Прилагаемые к ним «по факту» деньги идут «последней строкой» в перечне заслуг и свершений. К тому же родственникам и знакомым едва ли известно о благотворительной деятельности индивида достаточно много. Тем более не стоит ждать от них признания за филантропию. После первоначальных острых ощущений богатство приносит в лучшем случае индивидуальное удовольствие. При этом человек быстро приходит к пониманию, что оно не сопровождается ни всемирной славой, ни крепкой дружбой. На самом деле созерцание собственного богатства, размышления о нем нередко приводят к возникновению чувства опустошения.

Размышления о том, что делать со своим состоянием, неизбежно приводят к осознанию пределов собственности. Индивид может выйти победителем в игре под названием «капитализм», получив очень крупный выигрыш. Но вскоре он осознает, что его собственность представляет собой всего лишь комплекс специфических прав, ограниченных законом. В конечном счете еще более жесткие ограничения на богатство налагают личные слабости индивида и брэнность человеческой жизни. Богатство позволяет человеку воспользоваться помощью других людей в решении значимых для него задач. Но нам остается только гадать, какие из них дей-

ствительно самые важные. Действительно ли индивид способен использовать свое богатство для того, чтобы с помощью других людей конструктивно решить эти задачи? Не случится ли так, что, израсходовав свои деньги, он получит нечто совсем другое, не совпадающее с его первоначальными стремлениями?

В конце концов, для всех нас, всех, кто стремится к достижениям в бизнесе или других областях жизни, окончание жизненного пути является разочарованием. Самое большое удовольствие в жизни человека приносят стремление, борьба, а также дружба и взаимодействие. Покорение вершины, достижение само по себе не приносит счастья; в лучшем случае оно отражает, что стремившийся к нему человек обеспечил получение выгоды другим, неблагодарным и не связанным с ним людям (впрочем, могут быть и другие).

Затруднительное положение, в котором оказываются люди, когда они размышляют о необходимости расстаться с большей частью того, что они собирали на протяжении всей жизни, — важный пример недовольства, испытываемого в условиях финансового капитализма. Мы никогда не придем к совершенной удовлетворенности своей жизнью, независимо от того, при какой экономической системе нам довелось жить. Мы наделены инстинктом к героическим поступкам и вечным стремлением к достижению фундаментальных целей. Но в реальной действительности в течение большей части жизни мы являемся обычными специалистами в различных областях профессиональной деятельности, такими же, как большинство персонажей этой части книги.

В следующей ее части наше внимание будет сосредоточено на рассмотрении причин недовольства различными аспектами финансового капитализма и того, как они соотносятся с принципами человеческой психологии. Тем самым открывается возможность понять (даже если простейшая психологическая реальность состоит в том, мы никогда не сможем стать совершенно счаст-

ливыми людьми), что мы *способны* найти собственное место в одной из профессиональных областей, необходимых для функционирования финансового капитализма. Мы *способны* улучшить систему настолько, что будем воспринимать это наше место как свое истинное предназначение. Мы *способны* внести свой вклад в развитие финансовой системы, так чтобы она открывала нам возможности достижения любых долгосрочных целей, которые мы поставим перед собой в результате сосредоточенных размышлений.

Часть II
*Недовольство
финансами*

В 1930 ГОДУ был опубликован трактат Зигмунда Фрейда «Недовольство культурой». Автор описывал «глубокое, издавна существовавшее недовольство культурным состоянием» и широко распространившееся мнение, согласно которому «большую часть вины за наши несчастья несет наша так называемая культура; мы были бы несравнимо счастливее, если бы от нее отказались и вернулись к первобытности». По мнению З. Фрейда, притягательность традиционного коммунизма для народа обусловлена представлением о том, что «с отменой частной собственности агрессивный инстинкт человека лишается одного из своих инструментов»¹. В конечном итоге автор пришел к заключению, что улучшение цивилизации, человеческой культуры с ее сложной психологией представляет собой чрезвычайно трудную задачу.

Наши недовольства отражают фундаментальные аспекты человеческой природы и неустранимы. Человек по духу своему не просто агрессивен, но всегда стремится к чему-то большему. Отмена частной собственности по рецептам традиционного коммунизма равнозначна избавлению от тревожности посредством лоботомии.

Безусловно, мы уже никогда не вернемся к более простой, старой как мир цивилизации. Мы способны двигаться только вперед. Условием успешного движения является более глубокое понимание недовольства фи-

1. Freud (1952 [1930]): 776, 788.

нансами. Мы должны спросить себя: что нас вдохновляет? На разработке каких финансовых инноваций или нововведений в других областях мы должны сосредоточить внимание?

Следующая фаза нашей цивилизации, характеризующаяся, в частности, расширением масштабов финансовых рынков и гораздо более совершенными, чем те, которыми мы располагаем сегодня, информационными технологиями, приведет к дальнейшей эволюции обсуждавшихся в части I финансовых ролей и сфер ответственности. Возможно, они претерпят очень сильные изменения. Но мы не располагаем подробной картой дороги в будущее. И поэтому любые средства, которые предлагаются как лекарство от тех или иных недовольств, далеко не очевидны и несут с собой разного рода риски.

ГЛАВА 19

Финансы, математика и красота

ТЕОРИЯ финансов, равно как и экономическая теория, может быть очень красивой. Я был поражен замечаниями на эту тему, прозвучавшими на обеде, который был дан в честь выхода в отставку моего коллеги Герберта Скарфа, знаменитого экономиста-математика. По словам многих присутствовавших, его лекции всегда отличала особая «элегантность». Это означает, что математической экономике, как области науки, присуща внутренняя красота, а Герб был мастером ее выражения.

Это ощущение красоты притупляется грязью и бесчеловечностью реального мира финансового капитализма, свойственными ему фальшью и манипулированием. Но все то же самое справедливо и для мира природы, в которой рядом с красотой часто соседствует уродство.

Симметрия

«Красота тесно связана с симметрией», — писал математик Герман Вейл в работе об оценке красоты в математике и в других областях¹. Он полагал, что чувство красоты, которую мы находим в математике, взаимосвязано с чувством красоты, возникающим при нашем соприкосновении с искусствами. И для того чтобы выявить сходство в достижениях, сделанных в областях,

1. Weyl (1952).

не имевших на первый взгляд ничего общего между собой, Г. Вейл анализировал труды по изобразительному искусству и архитектуре.

Положение о восприятии симметрии как прекрасного было подтверждено на экспериментальном уровне. Психологи провели ряд экспериментов, участники которых должны были оценить красоту человеческих лиц, представленных на фотографиях. Оказалось, что испытуемые наиболее благожелательно отнеслись к обработанным цифровым способом фотографиям, на которых лица людей были более симметричными, чем на оригинальных снимках. При этом участники эксперимента очень редко осознавали, что они так сильно подвержены воздействию симметрии².

Но реакция на симметрию выходит далеко за пределы простой оценки равновесия. Она заключается в *поиске и установлении* скрытых и очень важных симметрий. Как писал физик Леон Ледерман, «постижение законов Вселенной требует понимания ее симметрий»³. В физике симметрия выходит далеко за пределы очевидных вещей, таких как парность частиц и античастиц. Один из примеров более широкого применения принципа симметрии в физике — законы сохранения. Они отражают более глубокую реальность, и мы можем назвать, что именно сохраняется. Несмотря на то что слово *энергия* пришло к нам из глубокой древности, его значение было весьма расплывчатым до тех пор, пока специалисты по математической физике не предложили ее точное определение. Используя последнее, мы видим, что энергия способна принимать множество различных форм, каждая из которых может рассматриваться как выражение одной и той же фундаментальной реальности только в том случае, если мы понимаем язык математической физики.

2. Восприятию нами красоты человеческих лиц посвящена обширная психологическая литература. См. Rhodes (2006).

3. Lederman (2004).

Фундаментальная идея симметрии неявным образом присутствует и в концепции эффективности рынка. Идея о том, что формирующиеся на разных рынках цены представляют собой различные проявления глубокой, образующей их основу, истины имеет фундаментальное значение для финансовой теории. Бессмысленные на первый взгляд колебания цен на финансовых рынках отражают воздействия мощнейших сил. Постепенно накапливаясь, эти незначительные ценовые изменения определяют итоговый результат, который далеко не случаен. Напротив, он позволяет нам открыть истинную экономическую ценность. Знание величины последней в высшей степени полезно с точки зрения размещения экономических ресурсов и производства средств к существованию людей.

Примером закона сохранения в финансах служит открытие математического закона, описывающего цену фондового опциона в терминах базового актива (в соответствии со знаменитой математической формулой Фишера Блека и Майрона Шоулза)⁴. Динамика цены опциона полностью соответствует шокам, воздействующим на цену базового актива; при этом воздействие подвергается нелинейной трансформации. Первоначально преобразование затрудняет понимание взаимосвязи, но в дальнейшем после длительных размышлений она воспринимается как близкая к очевидной. В области ценообразования на финансовые деривативы могут быть установлены и другие законы сохранения.

Так называемые теоремы Модильяни — Миллера раскрывают другой фундаментальный закон сохранения в финансах. В соответствии с ними, по крайней мере в идеализированном мире, в котором мы абстрагируемся от налогообложения, имеет место фундаментальная нерелевантность, независимость от выплат фирм по дивидендам, а также от выбора, который делают фирмы

4. Black and Scholes (1973).

между финансированием посредством акционерного капитала или финансированием посредством увеличения задолженности⁵. И вновь повторим: цель ученого заключается в том, чтобы понять, как финансовые решения воздействуют на преобразование стоимостей и доходов при условии сохранения величины совокупной стоимости.

Широкое распространение теории эффективных рынков, в соответствии с которой финансовые рынки эффективно обрабатывают всю доступную публике информацию, так что изменения цен происходят не под влиянием допускаемых людьми ошибок, но, напротив, являются результатом грандиозной, в значительной степени совершенной, конструкции рынка, придало стремление к совершенству при разработке любых других теорий. Значительная часть теоретических построений экономистов относительно эффективных рынков в неявной форме основывается на идее, согласно которой те, кто участвует в торговле, относятся к совершенным рациональным вычислителям. Убежденность в этом позволяет подвести твердую основу под экономическое мышление.

Но наша вера в совершенную применимость эффективных рынков идет еще дальше. Она придает импульс к упрощению миссии, которой, как мы ожидаем, следуют деловые люди, что не может не иметь моральных последствий. Например, в соответствии с одной из теорий, единственной целью руководителей корпораций должна быть максимизация акционерной стоимости. Если бы так и было на самом деле, теория существенно упростилась бы. Одна-единственная цель, измеряемая ценой акции, превращается в движущую силу всего (так же как движущей силой всего в физике является энергия), и эта цель проявляет себя, благодаря математическим преобразованиям, в любой другой финансовой переменной.

Рассмотрим еще один пример. Считается, что наша вера в эффективность рынков подкрепляется идеей рикарданской теоремы эквивалентности, получившей наи-

5. Miller and Modigliani (1961); Modigliani and Miller (1963).

большую известность в изложении гарвардского экономиста Роберта Барро, уточнившего и детализировавшего концепцию, предложенную в XIX в. знаменитым Давидом Рикардо⁶. Основной ее принцип состоит в том, что дефицит государственного бюджета, возникающий благодаря расходам на стимулирование экономики, в определенном смысле является фокусом. Ведь, как подсказывает налогоплательщикам здравый смысл, любые подобные расходы с необходимостью влекут за собой повышение налогов, необходимых для покрытия возникшей задолженности. Простейшее математическое выражение, известное как приведенная стоимость, позволяет приравнять увеличение налогов в будущем к стимулам, действующим в настоящее время. И вновь мы сталкиваемся с имеющим определенную ценность проявлением закона сохранения (хотя практическая его ценность гораздо более низкая, чем это представляется многим экономистам).

Человеку свойственно стремление к чуть большей привлекательности (или чуть меньшей) посредством придания симметрии и создания красоты. Законы сохранения в финансах справедливы ровно настолько, насколько справедливы лежащие в их основе допущения. При этом оценка их применимости к феноменам реального мира представляется завышенной. И все же пронизывающее теорию чувство прекрасного, уравниваемое реальностью, остается составной частью удовлетворения, испытываемого представителями нашей или любых других наук.

Красота экономической деятельности, опирающейся на финансы

Но красоту теоретических построений затмевает красота финансов, источником которой является то, что *создается* с их помощью. Финансы имеют непосредственное

6. Barro (1974).

отношение к человеческим устремлениям и возможностям и обеспечивают выполнимость осуществления повседневной деятельности, из которой и состоят наши трудовые жизни. Эта целенаправленная деятельность в различных ее формах прекрасна сами по себе. Чтобы убедиться в этом, достаточно отойти немного в сторону. И вы будете любоваться ими точно так же, как Уолт Уитмен, восклицавший в «Листьях травы» (1892):

Это песня разных профессий!
В работе машин и ремесел, в полевых работах я вижу
движенье
вперед
И нахожу вечный смысл.
Рабочие и работницы!⁷

Истинная красота финансов проявляется в содействии осуществлению всего разнообразия человеческой деятельности, деятельному человеческому обществу со всем его богатством и разнообразием, общими и ценными для всех людей и каждого человека.

7. Whitman (1892): Book XV, «A Song for Occupations!».

Категоризация людей: финансисты против художников и других идеалистов

КОГДА мы слышим об экономическом неравенстве, у нас нередко возникает ощущение, что наше общество часто вознаграждает не идеализм и гуманность, а эгоизм и узколобость. Человек естественным образом подразделяет других людей на различные категории. Одним из следствий этого распределения по специфическим группам становится то, что они приобретают в нашем воображении преувеличенное значение. Как правило, мы исходим из того, что индивиды, занятые не в нашей, а в других сферах деятельности, принадлежат к принципиально иным типам людей. Безусловно, различные профессии в какой-то степени ассоциируются с личностными и другими (характер, темперамент) различиями между людьми. Однако эта чрезмерно сильная тенденция к категоризации связана с тем, что психологи называют «фундаментальной ошибкой атрибуции»¹. Общеизвестно, что мы объясняем поведение других людей личностными различиями гораздо чаще, чем они действительно имеют место.

Как правило, люди воспринимают философа, художника или поэта как полную противоположность руководителю компании, банкиру или деловому человеку. Однако это не так. Идея, согласно которой деловые люди

1. Ross (1977).

характеризуются личностными качествами, принципиально отличными от тех, которые присущи людям, занятым в других сферах деятельности, опровергается уже тем фактом, что многие из нас сочетают различные занятия или переключаются с одной профессии на другую. Рассмотрим несколько примеров.

Уолт Уитмен — один из наших самых известных поэтов. Его произведения отличают возвышенность, одухотворенность. Как он добился этого успеха? У. Уитмен — автор замечательных стихотворений. Но сначала он должен был встать на ноги в финансовом смысле, чтобы избавиться от экономической необходимости писать такие книги, как его первое прозаическое произведение *Franklin Evans, or The Inebriate: A Tale of the Times* («Франклин Эванс, или Горький пьяница: обыкновенная история нашего времени»). Предназначенный массовому рынку роман позволил У. Уитмену заработать, но его написание стало слишком обременительным для автора. Первое издание классического сборника «Листья травы» вышло в свет без участия издательств. Это означает, что У. Уитмен должен был каким-то образом убедить владельца типографии поддержать идеалистическое начинание. Частью сделки стало участие поэта в наборе книги. Он договорился с книготорговцами, чтобы те предоставили шанс его сборнику стихов. Признание поэзии У. Уитмена ширилось, но публикация каждого следующего издания «Листьев травы» требовала преодоления все новых и новых преград, заключения все новых и новых деловых договоренностей. Донесение своих произведений до читателя стало страстью всей жизни великого поэта. Третье издание «Листьев травы» долго откладывалось, а после банкротства издателя типографский набор был выставлен на аукцион, так что У. Уитмен лишился прибыли, которая была ему необходима для продолжения творческой деятельности. Таковы были финансовые мучения поэта, добившегося несомненного успеха. Однако, когда речь заходит об Уолте Уитмене, о них упоминается разве что вскользь.

Жизненный путь Чарльза Айвза, которого некоторые считают величайшим американским композитором-симфонистом, начался с успехов в сфере страхования. В 1898 г. он окончил Йельский университет и в 1907 г. вместе с партнером учредил агентство по страхованию жизни Ives & Murgick. Ч. Айвз даже написал книгу, посвященную финансам, — *Life Insurance with Relation to Inheritance Tax* («Страхование жизни с точки зрения налога на наследство»). К 1929 г. Ives & Murgick стало крупнейшим в США агентством по страхованию жизни, а личное состояние Ч. Айвза превысило 20 миллионов долларов². Будучи богатым человеком, он имел возможность сочинять своеобразную музыку и субсидировать ее исполнение. Произведения Ч. Айвза приобрели популярность далеко не сразу. Мы не знаем точно, какую часть состояния ему пришлось истратить на то, чтобы всю оставшуюся жизнь сочинять действительно важные, но оставшиеся малоизвестными музыкальные произведения. Кое-что нам позволяет понять рассказ об одном из обсуждений записи произведения композитора на грамофонную пластинку, который приводится его биографом: «И вновь со вздохом или проклятием Айвз доставал чековую книжку и пытался осчастливить всех присутствующих. Он был готов заплатить за другого дирижера для Раглса, но в отношении своих произведений настаивал на Слонимском, и тогда он заплатит Николасу так, как будто это сделали обе стороны»³. Конечно, благодаря своему состоянию Ч. Айвз имел возможность сочинять только такую музыку, в которую он искренне верил. В том, чтобы писать произведения на заказ ради хлеба насущного, не было никакой необходимости. Как сказал композитор Арнольд Шенберг, «в этой стране живет великий человек, который знает, что такое верность самому себе. Его зовут Чарльз Айвз».

2. Swafford (1996).

3. Swafford (1996): 403.

Иногда работы двух наиболее известных (и наиболее высоко оцениваемых) современных художников, Джеффа Кунса и Дэмьена Херста, «уходят» с торгов по ценам более 10 миллионов долларов. Дж. Кунсу принадлежит и мировой рекорд аукционной цены для ныне живущих художников: в 2008 г. на торгах, проводившихся аукционным домом «Кристис», его скульптура «Воздушный шар в форме цветка (красно-лиловый)» была продана за 25 миллионов 752 тысячи 059 долларов. Дж. Кунс и Д. Херст — не просто художники-одиночки; и тот и другой являются искушенными в финансах людьми. Оба они руководят деловыми предприятиями с многочисленными сотрудниками, и оба агрессивно продвигают на рынке свои собственные произведения. Дж. Кунс вообще начинал биржевым трейдером в компании *Smith Barney* и использовал полученные прибыли для занятий искусством.

На веб-страничке аукционного дома «Кристис», посвященной «Воздушному шару в форме цветка (красно-лиловому)», содержится специальная оговорка, иллюстрирующая теснейшую связь между искусством и финансами в наши дни:

Особое уведомление: в отдельных случаях «Кристис» имеет непосредственный финансовый интерес в том, чтобы выставляемые на торги лоты имели гарантии минимальной цены или в предоставлении консигнатором аванса, гарантированного выставляемой на торги собственностью. Таковы условия этого лота. Они устанавливаются в тех случаях, когда «Кристис» имеет собственный финансовый интерес в торгах или когда «Кристис» получил полное или частичное финансирование от третьей стороны. Как правило, третьей стороны получают финансовую выгоду только в случаях успешной продажи гарантированного лота, иначе они могут понести убытки⁴.

4. http://www.christies.com/LotFinder/lot_details.aspx?intObjectID=5101408.

Не вызывает сомнений, что в написании этого уведомления участвовали юристы, предвидевшие возможность предъявления судебных исков к аукционному дому со стороны других сторон, преследующих собственные финансовые интересы. В общественном представлении живет образ художника, живущего только искусством и ради искусства, вынужденного преодолевать множество жизненных трудностей в ожидании благосклонного внимания со стороны влиятельных арт-критиков и, таким образом, достигающего успеха. Но на этом «групповом портрете» мы никогда не увидим ни Дж. Кунса, ни многих других его собратьев по цеху.

Даже те, кто посвятил себя в высшей степени духовным профессиям (например, религии, искусству или филантропии), обнаруживают, что им никуда не деться от повседневного управления финансовыми ресурсами и исполнения финансовых контрактов, тем самым с головой погружаясь в расчеты и заключение сделок.

В финансовой деятельности обязаны участвовать даже революционеры. В книге «Уолден, или Жизнь в лесу» Генри Дэвид Торо описывает, как он провел 1845–1847 гг. в полной изоляции в лесах, окружающих Уолденский пруд, созерцая природу и расширяя свое духовное сознание. На самом деле он не призывал никого к бегству из общества, о чем свидетельствует вся жизнь поэта и мыслителя. Большую ее часть Г. Торо управлял семейной компанией по производству карандашей и даже изобрел новый способ изготовления грифелей. И поэтому мы с полным правом причисляем его к деловым людям; просто он никогда не воспринимал получение прибыли как главную цель своей жизни. «Что бы вы ни делали ради заработка самого по себе, вы не работали, а просто-напросто бездельничали или того хуже». Ключевые слова в этом предложении *просто-напросто*⁵.

5. Thoreau (2008 [1863]): 4. См. также Shiller (1994): 79.

Вот что писал в 1874 г. о Г. Торо английский журнал *British Quarterly Review*: «Глубочайшей ошибкой была бы идея о том, что Торо — отшельник, что он стал затворником Уолденского леса, целиком и полностью посвятившим себя изучению деревьев, зверья и рыб и составлению карт окружающих озеро земель. <...> Тем не менее у нас в Англии слишком многие видят его жизнь в этом обманчивом свете»⁶. На самом же деле Г. Торо имел возможность надолго остаться в Уолдене только потому, что доходы от семейного предприятия позволяли ему избрать такую форму досуга. Почему бы не провести честно заработанный отпуск на природе? Сегодня он, скорее всего, выкладывал бы отпускные фотографии в Интернете. Более того, полученное благодаря семье образование в Гарвардском университете позволило Г. Торо задуматься над написанием книги и действительно создать прекрасное, дошедшее до наших дней литературное произведение, посвященное своим каникулам.

Составленный нами список завершают революционеры, призывавшие к политическим преобразованиям. Политический радикал, противник правящих кругов США Джерри Рубин был приговорен к четырем годам тюрьмы за подстрекательство к бунту во время уличных протестов в Чикаго во время проходившего в 1968 г. съезда Демократической партии. Его перу принадлежит книга «Действуй! Сценарии Революции». Но через некоторое время после чикагских событий, после отмены приговора апелляционным судом, Дж. Рубин перешел на сторону Уолл-стрит, устроившись на работу аналитиком рынка в брокерскую фирму *John Muir & Co.* Американская пресса усмотрела в совмещении этих двух стезей, в переходе «от иппи к яппи»

6. Из книжного обозрения (William Channing, *Henry Thoreau, The Poet-Naturalist*, Boston: Roberts Brothers, 1873), перепечатанного в *British Quarterly Review* в *Littell's Living Age*, March 14, 1874, pp. 643–671; цитата на p. 643.

(*from yippie to yappie*), фундаментальное противоречие, но сам Дж. Рубин настаивал, что его поступки логичны и последовательны. В 1980 г. он заявил: «Деньги всегда были тождественны власти. Но в 1960-х гг. кордоны пикетчиков провели различие между ними. В 1980-е гг. воцарилась куда более жесткая иерархия. Линии пикетов уже не привлекают столько внимания. Власть перешла к бухгалтерам. В наши дни главной социальной проблемой стали деньги»⁷. Вопрос не в том, придерживается ли Дж. Рубин последовательной моральной философии или нет. Скорее, речь идет о том, что один и тот же человек, в зависимости от своих личных склонностей или исторических обстоятельств, может оказаться и на Уолл-стрит, и в рядах пикетчиков.

Вероятно, не таков мир в фантазиях молодых художников, философов и поэтов, но это реальность — реальность, которую мы должны научиться принимать. Самореклама и приобретение богатства, полученного в финансовой сфере или в другой, не являются преступлением. Скажем прямо: такого рода поведение было источником некоторых величайших достижений человечества.

7. Kasper (1980): B1.

Импульс к риску

СОГЛАСНО экономической теории, люди в значительной степени не расположены к риску, рационально избегая неопределенности. Но одно из человеческих свойств подталкивает нас к прямо противоположным действиям — участию в рискованных ситуациях. В реальном мире этот естественный импульс, непосредственно связанный с нашей тягой к приключениям, равно как и с самоуважением, — одна из составляющих движущих сил предпринимательства, а также бодрости и радости жизни. Одновременно импульс к риску способствует надуванию спекулятивных «мыльных пузырей» и тому, что они рано или поздно «лопаются»¹.

В большинстве финансовых исследований эта сторона человеческой природы не получила адекватного признания — даже в экспериментах специалистов по поведенческим финансам. Дело в том, что для установления предпочтений относительно риска исследователи очень часто проводят предварительные опросы участников, предлагая «бумажный» выбор гипотетических вариантов перспектив риска в ситуациях, когда различные их вероятности четко определены. В тех случаях, когда мы рассматриваем реальное функционирование или дисфункции финансовой системы, необходимо обязательно учитывать внутренний импульс к риску, о котором нам прекрасно известно из практического опыта.

1. Akerlof and Shiller (2009). См. также главу 25 наст. изд.

Вольфрам Шульц, классические эксперименты которого с дофаминовой системой подкрепления описывались в главе 6 части I этой книги, показал, что неопределенность вызывает синтез дофамина в нейронах, а это свидетельствует о положительном подкреплении в «системе поощрений» головного мозга. Он обнаружил, что неопределенность, принимающая форму возможности получения вознаграждения в будущем, является стимулирующей сама по себе². Природа «встроила» в человеческий мозг склонность к наслаждению *возможностью* будущего вознаграждения и стремление занять такое положение, в котором она превращается в реальность.

Очевидно, способность к такому осознанному риску была эволюционным преимуществом. По мнению В. Шульца и его коллег, в период неопределенности дофаминовые сигналы, вероятно, передают мозгу команды на включение внимания и изучение обстановки, что полностью соответствует ситуации. Однако поступление этих сигналов сопровождается побочным эффектом. Само присутствие неопределенности в положительном направлении приводит к возникновению приятных ощущений; тем самым система подкрепления создает стимул к рискованным положительным ставкам. Возможно, что с эволюционной точки зрения этот побочный эффект также был преимуществом. Он побуждает людей не ограничиваться предсказуемым и уже известным, но попытаться заглянуть в будущее, попытаться предвидеть его.

Склонность к риску помогает объяснить, почему люди так любят азартные игры и почему многие из них будут ежедневно возвращаться, чтобы потратить небольшую сумму на приобретение билета мгновенной лотереи. Данная склонность помогает объяснить и готовность людей к агрессивной игре на разнице в курсах в инвестиционной сфере.

2. Fiorillo et al. (2003).

Невозможно найти двух людей, которые одинаково относились бы к риску. Психологи идентифицировали такую черту человеческой личности, как поиск острых ощущений. Стремление к ним может быть измерено количественно. Именно поэтому психологическое тестирование позволяет выявить людей, которые по складу своей личности в большей степени склонны к такой погоне³. Описанию особенностей поведения любителей острых ощущений посвящена обширная психологическая литература. Личности с высокой тягой к «перчинке» характеризуются как беспокойные, тревожные люди, нуждающиеся в возбуждающих их стимулах. Они испытывают потребность не столько в удовольствии, сколько в эмоциях, волнующих чувствах, в возбуждении *per se*. Они стремятся к новизне ради самой новизны. Они в большей степени склонны к алкоголизму и злоупотреблению наркотиками, к частой смене сексуальных партнеров и участию в небезопасном сексе. Впрочем, они могут быть весьма полезными обществу людьми, прежде всего как предприниматели.

Совсем недавно к изучению нейронного происхождения погони за острыми ощущениями приступили нейробиологи⁴. Так, Сара Марти и ее коллеги обнаружили, что для людей, обладающих высокой склонностью к поиску острых ощущений, характерно наличие в головном мозге более крупных областей гиппокампа⁵. Джейн Джозеф и ее коллеги открыли, что, когда под наблюдением функциональной магнитно-резонансной томографии испытуемые подвергались воздействию раздражителей, вызывавших острые ощущения, у людей, в большей степени склонных к погоне за ними, наблюдалась более высокая активность в области островковой доли головного мозга, а у тех, кто не предрасположен к такого рода поискам, — более бы-

3. Zuckerman et al. (1978); Arnett (1994).

4. Patoine (2011).

5. Martin et al. (2007).

страя реакция в его передней поясной коре⁶. Весьма вероятно, что стремление к погоне за острыми ощущениями — это своего рода отражение физических свойств головного мозга человека, то, что мы никак не можем изменить простым проявлением «свободы воли».

Риск превращается в призвание

В процессе эволюции человеческой культуры развивалось уважение и восхищение людьми, готовыми к риску (но в определенных границах). В этой связи Адам Смит вспоминает историю о владельце горячего скакуна, который вследствие случайного испуга убил раба. Но, как замечает А. Смит, мы не должны критиковать хозяина, который держит такую лошадь и часто выезжает на ней: «Робкое, всего пугающееся благоразумие никогда не считается добродетелью, но качеством, уничтожающим нашу способность к деятельности и к ведению какого бы то ни было дела»⁷. Безусловно, для некоторых людей рискованные предприятия считаются моральным императивом.

Мы инстинктивно уважаем готовых к риску людей до тех пор, пока их действия не принимают антиобщественный характер. Одним из следствий этого отношения является наша толерантность к социальному неравенству. Несмотря на порождаемое неравенством раздражение, способное перерасти в гнев, этот переход происходит только тогда, когда люди уверены в несправедности нажитого. В иных случаях огромное богатство вызывает даже восхищение. Все наши финансовые договоренности и механизмы сосредоточены на недопущении неравенства, обусловленного нечестно добытым или нажитым богатством, тогда как действительные победители вызывают только восхищение.

6. Joseph et al. (2008).

7. Smith (1761): 183.

Неравенство само по себе не считается ни хорошим, ни плохим до тех пор, пока оно не сопровождается жестокой бедностью и несправедливостью⁸. Попытки сглаживания неравенства повлекут за собой экономические издержки; действия в этом направлении могут затруднить обществу достижение других его целей. Большинство из нас высоко ценят самые разные достижения нашего общества (по общему признанию, не обеспечивающего экономическое равенство) в таких областях, как культура, наука и спорт. Мы приходим в радостный трепет, задумываясь о том, сколь прекрасным может быть наше будущее. Но все эти будущие достижения возможны только в условиях динамично развивающейся экономики, условие быстрого роста которой, как представляется, — относительно высокая степень неравенства.

В течение нескольких последних столетий в человеческом сознании (по крайней мере, в западном образе мышления) постепенно формировалась идея о том, что деятельность в сфере финансов, наряду с другими профессиями, может восприниматься как призвание, как исполнение благородного долга. По Максус Веберу, идея призвания, под которым понимается жизненное предназначение, определяемое участием в одной из широкого круга различных профессий, первоначально появилась благодаря Мартину Лютеру и протестантской Реформации и оказала огромное влияние на поступательное развитие капитализма⁹.

Тревога и неравенство

Проблема людей, посвящающих свою жизнь бизнесу, заключается в том, что они вынуждены уделять основное внимание не духовным свершениям, а высоким

8. Более подробно см. Kueger (2003).

9. Weber (2010 [1905]).

рискам своей деятельности, опасностям, вызывающим беспокойство и тревогу. Но ощущение того, что человек исполняет свое предназначение, действует согласно своему призванию, способно вызывать чувство глубокого удовлетворения, даже если трудности, которые ему приходится преодолевать, сопровождаются смятением и волнением.

Жизненный путь, связанный с финансовыми рисками, подобно службе в вооруженных силах, поселяет в сердце человека чувство неопределенности, возникающее в силу существования соперников, способных причинить вред ему лично. Необходимость противодействия может стать ежедневной. В результате у некоторых людей развивается стресс и возникает чувство опустошенности. Другие, напротив, испытывают гордость за свое призвание, чувство удовлетворения от того, что они занимаются рискованным делом и мастерски справляются с ним.

Нужно разобраться в себе — относимся ли мы к числу людей, которые гонятся за острыми ощущениями или нет, и способны ли мы найти смысл в жизни, изобилующей опасностями. Современное общество позволяет нам самостоятельно выбрать профессию в соответствии с нашей самооценкой. В этом самоотборе и заключается одна из причин успеха финансового капитализма.

Следствием этой погони за острыми ощущениями отчасти является и экономическое неравенство. В этом смысле неравенство, как результат конструктивных рискованных действий, до той поры, пока опасность не становится чрезмерной, играет, скорее, положительную роль, так как считается следствием естественных наклонностей человека.

Погоню за острыми ощущениями не следует рассматривать как непосредственное стремление индивида к неопределенности с точки зрения жизненного благополучия (хотя это может быть одним из ее результатов). Правильно сконструированный и построенный финансовый капитализм должен и предоставлять выход энер-

гии рискованных людей, в форме стимулирующих их деловых возможностей, и позволять избегать бессмысленной неопределенности. Управление рисками должно быть фундаментальным принципом нашей финансовой системы, даже если многие люди будут игнорировать или пытаться обойти его.

Импульс к традиционным, хорошо знакомым инструментам и решениям

ИМПУЛЬСУ к риску, который описывался в предыдущей главе, противодействует едва ли не полностью противоположное ему стремление к традиционным, хорошо знакомым инструментам и решениям. Оно может принимать разнообразные формы, но в данном случае наша важнейшая задача заключается в том, чтобы рассмотреть, каким образом этот импульс способен воздействовать на людей, которые под его влиянием оказываются в зависимости от старомодных финансовых институтов и устаревших экономических структур.

Большинство людей с трудом воспринимают финансовые идеи хотя бы потому, что во многих случаях они слишком абстрактны. Люди боятся, что подвергнутся манипулированию или будут обмануты другими, более свободными в обращении с этими понятиями индивидами. Тем не менее, по мнению большинства людей, финансовые механизмы имеют огромное значение с точки зрения их личного благосостояния и с позиций долгосрочного успеха предприятий, которыми они управляют или на которых работают. Мы все опасаемся сюрпризов, с которыми можем столкнуться через года или десятилетия и понести реальный ущерб.

Таким образом, значительная часть населения проявляет склонность рабски полагаться на традиционные финансовые формы, желание копировать проверенные временем институты, во многих случаях воспроизво-

дящие лишь привычную видимость. Люди естественным образом склоняются к финансовым формам, которые выглядят так, как будто они соответствуют давней традиции, воспринимая ее как одну из характеристик успешной деятельности. Более того, эти формы нередко рассматриваются чуть ли не как элементы системы правосудия: традиционные финансовые механизмы ассоциируются в нашем сознании с извечными правами человека.

Импульс к традиционным и знакомым решениям порождается целым рядом причин, в известной мере он обусловлен просто привычкой. Заглянув, например, в газетный киоск, вы обнаружите, что в нем продаются те же самые марки шоколадных батончиков, что и 30 или 50 лет назад. Всем нам присуща привычка «хвататься» за хорошо знакомые вещи.

Отчасти она связана с заботой о ликвидности: мы не желаем иметь дело с нетрадиционными финансовыми инструментами, так как предвидим трудности с их продажей, ведь другие инвесторы не обязательно должны быть знакомы с ними. Отчасти эта привычка обусловлена тем, что мы довольно часто упускаем из виду некоторые тонкости (например, юридические ограничения, состояние информационных технологий). В прошлом их существование определяло необходимость проверенных временем финансовых форм, но вполне вероятно, что в наши дни эти факторы утратили былую значимость. Однако многие из нас по-прежнему придерживаются ошибочного мнения, согласно которому традиционные формы основываются на все еще уместных, давно найденных мудрых решениях.

Приверженность близко знакомым формам в некоторой степени основывается на нашей уверенности в том, что эксперименты с новыми вещами (как с новыми лекарствами) всегда сопряжены с риском, так как возникающие проблемы проявляются не сразу, а с течением времени. Отчасти она связана с государственными финансовыми регуляторами, которые оказываются

ограниченными в своих действиях бюрократическими структурами и необходимостью с уважением относиться к принятым в прошлом законам, благодаря которым была создана внешняя среда, неблагоприятная для отдельных финансовых инноваций. Определенную роль играет и «проблема безбилетника»: организация, предлагающая новый финансовый инструмент или услугу, опасается вкладывать средства в информирование публики, так как часть создаваемой ценности может перейти к конкурентам, рассчитывающим воспользоваться эффектом присоединения к большинству после того, как полезность новинки будет подтверждена на практике.

Так или иначе, но традиционность — важнейший фактор, затрудняющий применение финансовых принципов к конструированию новых финансовых институтов. Финансовая модернизация представляет собой очень медленный процесс в силу ограниченности пространства для финансовых инноваций. Во многих случаях важные новые финансовые идеи принимаются небольшой частью населения, более глубоко понимающей финансы или в большей степени доверяющей специалистам в этой области. Неудивительно, что демократизация инноваций движется со скоростью улитки, нередко затягиваясь на века. Прогресс в сфере финансов происходит мучительно медленно.

Мы упоминали, что корпоративные акции были изобретены еще в Древнем Риме. Но их использование носило ограниченный характер, а сами корпорации вновь вышли на европейскую сцену только в XVII столетии. В глубокую древность уходит корнями и изобретение страхования, но появление первых его современных форм также датируется XVII в. Тем не менее даже в XX столетии большинство населения развитых стран не пользовались услугами ни страхования жизни, ни страхования от пожара. В менее развитых странах и в наши дни большая часть населения не охвачена страхованием.

На первый взгляд, амортизируемый ипотечный кредит, — когда заемщик ежемесячно выплачивает займодавцу некую сумму денег, равную части основного долга с процентами, и к заранее оговоренному сроку кредит оказывается полностью погашенным, — очень простое, основывающееся исключительно на здравом смысле понятие. Основное его преимущество заключается в том, что заемщику нет необходимости заглядывать далеко в будущее, поддерживая жесткую самодисциплину, чтобы накопить к установленному сроку выплаты всю сумму основного долга. Однако в США амортизируемые ипотечные кредиты пользовались ограниченной популярностью до тех пор, пока в XX в. не вмешалось государство¹.

Индексируемые в зависимости от уровня инфляции облигации были изобретены в XVIII в., но широкое распространение они получили только во второй половине XX столетия². Даже сегодня большинство людей не проявляют интереса к замене используемых ими инвестиционных инструментов с постоянным доходом на инструменты, доход по которым индексируется в зависимости от уровня инфляции, не говоря уже о переключении на более сложные инвестиционные продукты, специально «подогнанные» к специфическим рискам их владельца и спроектированные так, чтобы наиболее эффективно распределять эти риски³.

1. Несмотря на протесты тех, кто был уверен в том, что государство просто пытается создать «обязательный сберегательный фонд», в соответствии с принятым в 1916 г. Федеральным законом о фермерских займах, в США были введены амортизируемые ипотечные кредиты для фермеров. См. «Finds Flaws in New Loan Plan», *New York Tribune*, January 30, 1916, p. B10. Обоснование необходимости амортизируемых ипотечных кредитов см. в Davis (1917). Жилищные амортизируемые ипотечные кредиты начали распространять в США только после принятия конгрессом в 1933 г. решения об учреждении Корпорации кредитования домовладельцев.

2. Shiller (2005a).

3. Shiller (1997).

Первый взаимный фонд, как инвестиционный механизм, все участники которого пользуются равными правами и который поддерживает транспарентность относительно методов инвестирования, был учрежден в 1920-х гг. Но только в конце XX в. эти фонды превратились в одну из важнейших частей рынка.

Движение вперед неостановимо, но, как представляется, фундаментальный прогресс в финансах должен измеряться жизнями целых поколений, а не годами.

Все выглядит так, как будто люди упорствуют в использовании одной и той же истинной финансовой технологии, применявшей еще бабушками и дедушками, даже несмотря на сохранившиеся воспоминания о пережитых в те времена экономических трудностях. Мы с готовностью принимаем самые новые технологии, связанные с автомобилями, компьютерной техникой или смартфонами. Неудивительно, что мы наблюдаем быстрый прогресс в этих областях. Прогресс в финансовой технологии — совсем другое дело.

Медлительность во внедрении инноваций имеет непосредственное отношение к трудностям, с которыми мы сталкиваемся в обращении с основными финансовыми понятиями, воспринимаемыми как незнакомые абстракции, а также к нашей зависимости от близко знакомых, уже утвердившихся в нашем сознании концептов.

Принимая слова за вещи

В своем основном философском произведении «Опыт о человеческом разумении» (1690) Джон Локк указывает на присущую многим людям ошибку «принимать слова за вещи». Философ замечает, что мы склонны наполнять понятия, связанные с используемыми в языке словами, объективной реальностью, тем самым преувеличивая их значение. Когда понятия удастаиваются обозначениям словом, они начинают восприниматься как «настолько

соответствующие природе вещей, что совершенно согласуются с их действительным существованием»⁴. Взгляды, получившие «имена собственные», воспринимаются как нечто большее, чем просто мнения; к ним относятся уже как к объективной осязаемой реальности, действительной в такой степени, что наше мышление как будто окостеневает. По мнению Дж. Локка, это свойство человеческой природы поощряет возникновение различных философских и научных направлений, в свою очередь поощряющих «упрямство» в мышлении, поскольку оно происходит на основе языка определенного учения.

Названия политических партий или философских научных направлений, как представляется, отражают объективную, а не только преходящую человеческую реальность. Но как только речь заходит о зарубежных странах, партийные названия и лозунги воспринимаются нами как непонятные. Точно так же обстоит дело с наименованиями финансовых инструментов. Во многих случаях инновационные финансовые инструменты связаны с культурой страны своего происхождения; в США пользуются секьюритизированными ипотечными ценными бумагами, а в Европе — немного отличающимися по форме ипотечными облигациями. Американцы же воспринимают ипотечные облигации как нечто непостижимое. Точно так же европейцы относятся к секьюритизированным ипотечным ценным бумагам.

Психолог Пол Блум называет эту склонность «плохим эссенциализмом»⁵. Категоризация вещей в человеческом мозге осуществляется в соответствии с их предполагаемыми сущностями, сохраняя их подобно именам файлов в компьютере. Тем самым сознанию очень трудно отказаться от использования этих отправленных на хранение предполагаемых категорий как сущностных в каждом отношении. Доминирование слов и ме-

4. Locke (1841 [1690]): 352.

5. Bloom (2004): 49.

тафор в нашем мышлении — важнейший предмет изучения лингвистики⁶.

По-видимому, нейробиологи находятся в самом начале поиска материальной основы практики «принятия слов за вещи». Исследования Фридмана Пульвермюллера посвящены нейронной архитектуре, представляющей отдельные слова, — совокупностям нейронов, которые он называет «словарными сетями», так как они расположены не в отдельной изолированной области мозга, но состоят из разбросанных по всему его пространству сетей. Ф. Пульвермюллер обнаружил, что эти сети жестко «прикреплены» к областям мозга, связанным со значением отдельного слова: «Если определяемое представляет собой объект, обычно воспринимаемый посредством зрительных ощущений, в сеть должны включаться нейроны, расположенные в височно-затылочных областях. Если слово относится к действиям или объектам, которыми индивид манипулирует сравнительно часто, то, в соответствии с нашими предположениями, к кортикальным представлениям присоединяются нейроны в лобно-центральных, связанных с действием областях»⁷.

Ученые пока не пришли к согласию относительно того, каким образом происходит обработка слов в человеческом мозге⁸. Однако результаты исследований, благодаря которым были открыты словарные сети, как представляется, подтверждают идею философа и логика Людвиг Витгенштейна о семейном подобии слов —

6. Mac Cormack (1985); Lakoff and Johnson (2003).

7. Pulvermüller (2002): 59.

8. Например, было обнаружено, что слова сохраняются в мозге как «уникальные объекты». Для изучения «визуализации слов» в зрительной зоне коры головного мозга нейробиолог Лори Глезер и ее коллеги использовали функциональную магнитно-резонансную томографию. Исследователи обнаружили, что в этой области мозга имеют место неперекрывающиеся нейронные репрезентации слов. См. Glezer et al. (2009).

сериях совмещающихся друг с другом сходных черт, в которых ни одна подобная черта не является общей для всех значений слова⁹. Если слова корреспондируются со столь сложной нейронной цепью, то когнитивные ошибки, выражающиеся в «принятии слов за вещи», представляются неизбежными.

Хорошо знакомые нам слова, используемые в отношении денег и их обращения, навязывают нам соответствующую структуру мышления.

Американский ученый Саймон Ньюкомб в 1879 г. обратил внимание на путаницу, связанную со словом (или метафорой) *деньги*. Указывая на то, что в большинстве случаев люди оценивают величину богатства в денежных единицах (таких, как доллары), даже если их покупательная способность, выраженная в основных сырьевых товарах, колеблется в широких пределах, С. Ньюкомб писал: «Даже тогда, когда мы осознаем имеющиеся факты, идея об изменении стоимости сырьевых товаров, а не стоимости самого доллара настолько естественна, что для избавления от нее требуется пройти длительный суровый курс установления ментальной дисциплины»¹⁰.

В результате люди отдают большее предпочтение контрактам, номинированным в той или иной валюте, тем самым открывая двери финансовой катастрофе, неминуемой в случае значительных колебаний стоимости денег. Они выказывают слабый интерес к индексированным в соответствии с уровнем инфляции облигациям, где бы они ни предлагались. Это в немалой степени обусловлено феноменом «принятия слов за вещи» и протекающей из него веры в денежную единицу как стандарт ценности¹¹. На протяжении всей истории че-

9. Wittgenstein (1953): Part I, Sections 164–165.

10. Newcomb (1879): 230.

11. Важную роль в отсутствии интереса к индексации играют и другие факторы. См. Shiller (1997).

ловечества гиперинфляция снова и снова превращала в простую бумагу облигации, в которые люди помещали все свои сбережения. Но полученный урок сохранялся в памяти в лучшем случае на протяжении жизни одного поколения. Следствием немецкой гиперинфляции 1923 г. (когда реальную стоимость утратили практически все облигации, что привело к социальным волнениям, на волне которых к власти пришел А. Гитлер) стало стойкое неприятие быстрого роста цен, по крайней мере, одним поколением немцев. Но сегодня молодые граждане Германии относятся к инфляции гораздо более спокойно¹².

Проблемы, сопровождающие внедрение финансовых инноваций, никогда не носят исключительно технический характер. Важную роль должны играть переосмысление или повторный маркетинг уже знакомых понятий. Корректировка или повторное позиционирование подобных концептов осуществляется посредством придумывания новых слов, таких, которые в случае закрепления в языке постепенно превратятся в знакомые всем. Например, после фиаско инвестиционных фондов, последовавшего за взрывом надувавшегося в 1920-х гг. «мыльного пузыря», необходимо было придумать этим инструментам полностью новое название. Ответом на эту потребность стали взаимные фонды. Слово *взаимный* привносит в название фонда оттенок демократичности и такое качество, как доброта.

Чтобы исправить упомянутые выше проблемы с инфляцией, мы могли бы создать систему экономических единиц измерений, позволяющую использовать новые слова в отношении весьма важных понятий. В некоторых странах использование таких новых слов помогло людям изменить свое мышление. Например, в Древнем Риме был в ходу так называемый *общий денарий* (*denarius communis*) — исключительно счетная единица,

12. Ibid.

которой не соответствовала ни одна из монет. Государство периодически объявляло о новом ее соотношении с серебряным денарием. В общем денарии устанавливались и заработная плата, и цены. Это позволяло правителям мгновенно корректировать его реальную стоимость в зависимости от политико-экономической ситуации.

Нашу точку зрения подтверждает и опыт Чили. В этой стране, начиная с 1967 г., функционирует *unidad de fomento* (UF) или условная единица развития. Она представляет собой счетную единицу, индексируемую в зависимости от уровня инфляции. Во многих случаях в контрактах и ценниках цены указываются в UF, хотя транзакции осуществляются в чилийских песо, в соответствии с официальным валютным курсом¹³. Например, в договоре об аренде квартиры соответствующая плата, скорее всего, будет прописана в UF, что позволяет избежать колебаний реальной стоимости жилья. Ежемесячно квартиросъемщик будет вносить различную плату, выраженную в песо. Данная практика представляется весьма разумной, но в большинстве стран мира арендная плата за жилье указывается в национальной валюте. В этом случае реальная стоимость аренды постепенно снижается в соответствии с темпами инфляции до тех пор, пока собственник жилья не предпримет болезненный шаг и не объявит о повышении арендной платы, выраженной в национальной денежной единице. Таким образом, если попытаться представить динамику арендной платы за жилье графически, то в большинстве стран реальная стоимость арендной платы квартиросъемщика во времени будет описываться пилообразным графиком. И эта абсурдная ситуация отражает проблемы с нашим языком.

Я убежден, что счетные единицы, подобные UF, должны быть приняты по всему миру, но с использованием

13. <http://valoruf.cl/>.

более простого названия¹⁴. Я бы назвал счетные единицы индекса потребительских цен *корзинами*, что стало бы отсылкой к ежемесячно определяемой статистиками стоимости рыночной корзины потребительских товаров и услуг, рассчитываемой с целью измерения уровня инфляции. Тем самым людям было бы понятно, что если, например, арендная плата назначается в корзинах, то они, в сущности, оплачивают жилье постоянным количеством реальных корзин, «наполненных» товарами и услугами. Тема «содержимого» корзин близка каждому из нас, в отличие от того, как «чувствует» себя произвольная и нестабильная денежная единица. Современные электронные технологии, вероятно, позволили бы осуществлять платежи непосредственно в корзинах. Следовательно, данные о валютном курсе были бы интересны только специалистам. Ничто не мешает нам использовать и единицы экономических измерений других типов. Например, они могли бы представлять потребительские цены для различных подгрупп населения (таких, как пожилые люди) или потоки доходов или применяться специально для определения размеров заработной платы.

Используемые в нашем языке простые финансовые слова (такие, как *долг*) несут с собой очень важные последствия. Когда мы слышим о государственном долге, то он, скорее всего, ассоциируется с патриотизмом, верой в наше правительство. Но если речь заходит о нашем собственном долге, то это слово немедленно, рефлекторно воспринимается как отрицательное, несмотря на то что потребительская задолженность играет фундаментальную роль в современной экономике. Переименование долга, сопряженного с приобретением жилого дома в *ипотеку*, полностью изменяет структуру мышления, поскольку теперь задолженность осознается как в определенном смысле составная часть дома, что вполне прием-

14. Shiller (2003, 2009).

лемо для людей, которые никогда не собирались влезать в долги. Те из нас, кто относится к долгу подобным образом, может быть, пожелают, чтобы условия их ипотечных кредитов соответствовали традиционным формам.

Долги представляют собой традиционный договор, который почти всегда заключается в денежных единицах. Эксперименты с различными его альтернативами, как правило, ни к чему не приводят. Например, в конце 1970-х гг., когда инфляция в США достигла двузначных уровней, ипотечные заимодатели начали вводить ипотечные кредиты, корректируемые в зависимости от уровня цен (*price-level-adjusted mortgage*, PLAM). После того как в 1980-х гг. темпы инфляции начали снижаться, интерес к этим ипотечным кредитам постепенно сошел на нет. Но и в наши дни они остаются прекрасной идеей, поскольку ипотечные кредиты в большинстве случаев выдаются на длительный срок (до 30 лет) и уровень неопределенности относительно темпов инфляции в этом время сохраняется очень высоким. Однако, как показали проводившиеся в последние годы эксперименты с альтернативными формами финансирования приобретения жилья, многие из которых закончились неудачами, большая часть населения, как представляется, отдает предпочтение знакомой всем традиционной ипотеке.

Некоторые могут подумать, что сначала следовало бы привязывать долги не только к темпам инфляции, но и к различным экономическим показателям. Долг должен быть гибким, соответствуя экономической ситуации. Например, для заемщиков по ипотеке уже в исходном договоре должны быть прописаны способы урегулирования задолженности. В предлагавшейся мной непрерывно корректируемой ипотеке должны были предусматриваться изменения в условиях кредита в случае сокращения экономики или падения цен на жилье¹⁵. Если бы такая ипотека была нормой, нам,

15. Shiller (2008); Kroszner and Shiller (2011); Shiller et al. (2011).

вероятно, удалось бы избежать финансового кризиса 2007 г. Но для того чтобы внедрить нечто подобное, было сделано лишь несколько попыток, закончившихся неудачей. Если мы взглянем на проблему с точки зрения современного языка, то одна из причин этого заключается в сильной культурной приверженности людей простой идее, согласно которой возврат долга одним человеком другому должен осуществляться на возможно более простых условиях.

Регуляторы и законодатели обнаруживают, что они не имеют возможности отказаться от таких традиционных форм, как неиндексируемая прямая задолженность, даже в тех случаях, когда представляются «железные» логические аргументы обо всех ее недостатках. Возможно, они опасаются, что обращение к новому, необычному продукту нанесет ущерб их репутациям. К тому же нельзя сбрасывать со счетов то обстоятельство, что у новых, незнакомых другим людям форм могут возникнуть проблемы с ликвидностью, обусловленные отсутствием готовых к их применению рынков. В случае финансовых контрактов традиция проявляет себя как удивительно мощная сила.

В большинстве случаев правительства той или иной страны объявляют о необходимости перемен во время чрезвычайных ситуаций, таких, например, как война или экономическая депрессия. Нередко в этих случаях происходит ускорение финансового прогресса, несмотря на то что ему будут препятствовать трудности, вызванные собственно кризисом. В результате вопросу о внедрении инноваций наилучшим с точки зрения их долгосрочных последствий способом уделяется меньше внимания, чем он того заслуживает.

Эта закостенелость мышления отчасти обусловлена существующими в человеческом сознании стереотипами или внешними образами должного поведения. Важность решения о выборе финансовой профессии обусловлена тем, что его следствием становится необходимость отказа от других возможностей. Тем самым

индивид должен будет согласиться с требованием о соответствии традиционному, приемлемому, по крайней мере внешне, стандарту поведения.

Для борьбы с этими «предрассудками» мы вводим новые слова и новые единицы измерений, что помогает добиться изменения образа мысли людей. Во многих случаях такие, казалось бы, незначительные действия, как изменения в употреблении слов, становятся важной составляющей процесса внедрения эффективных финансовых инноваций.

Установленное право

Наши идеальные представления о правах человека уходят корнями в древние традиции. И поэтому, с одной стороны, эти идеи играют в наши дни важнейшую положительную роль. С другой стороны, в некоторых случаях обычаи, в которых они коренятся, вступают в конфликт с финансовой реальностью. Иными словами, обеспечение этих прав не имеет под собой надежной непротиворечивой финансовой основы, поскольку они представляют собой результат скорее произвольного или традиционного формирования понятий, чем разумной последовательной теории. В человеческом дискурсе слово *право* обладает огромной силой, превосходящей силу любых других слов, связанных с социальным преимуществом или компромиссом.

Рассмотрим в качестве примера Всеобщую декларацию прав человека, принятую в 1948 г. Генеральной ассамблеей ООН. В ст. 25 Декларации говорится: «Каждый человек имеет право на такой жизненный уровень, включая пищу, одежду, жилище, медицинский уход и необходимое социальное обслуживание, который необходим для поддержания здоровья и благосостояния его самого и его семьи, и право на обеспечение на случай безработицы, болезни, инвалидности, вдовства, наступления старости или иного случая утраты средств

к существованию по не зависящим от него обстоятельствам». В ст. 26 провозглашается: «Каждый человек имеет право на образование. Образование должно быть бесплатным, по меньшей мере в том, что касается начального и общего образования»¹⁶.

Те, кто принимал эту Декларацию, руководствовались самыми благими намерениями. Но они не учитывали вопрос о том, как должны будут финансироваться все эти виды деятельности: кто будет их оплачивать и каким будет экономическое положение тех, кто будет предоставлять денежные средства? Декларация не предполагает ни гибкости, ни компромиссов. Нам представляется, что права человека должны быть определены исходя из признания благосостояния *всех* людей, в четко сформулированных понятиях, отображающих тревоги и беспокойства всех слоев населения.

Системы социального обеспечения, созданные в большинстве стран мира, защищают права пожилых людей. При этом в большинстве случаев они никак не учитывают положение трудящихся, которые должны оплачивать осуществление этих прав. Право на определенный уровень жизни пожилых сформулировано в абсолютном выражении, что обуславливает предоставление пенсионных льгот в соответствии с принятой в древности системой. По нашему мнению, государственные пенсии должны индексироваться в соответствии с показателем текущей платежеспособности налогоплательщика (таким, например, как ВВП). Но большинство государств игнорируют эту необходимость. Предлагаемая политика и другие, сходные с ней, методы позволили бы ввести межпоколенческое распределение рисков, когда важнейшие опасности становятся общими для образующих наше общество людей всех возрастов, без перекладывания бремени всех опасностей на плечи одного поколения¹⁷. Ос-

16. United Nations (1948).

17. Gollier (2008).

новным препятствием на пути к обобществлению рисков является опора на традиционное установление прав.

Многие сторонники реформ выступали и за введение «зарботной платы, обеспечивающей минимальный прожиточный уровень» (прежде всего для государственных служащих). При этом она вновь описывалась в абсолютных выражениях так, как будто речь идет о праве на достоинство и уважение, которое неким образом воплощается в твердой сумме заработной платы, обеспечивающей минимальный прожиточный уровень, независимо от положения тех, кто, как предполагается, будет ее выплачивать.

Нам необходимо переосмыслить понятие «всеобщих прав человека» и их использование так, чтобы оно представляло права *всех* людей на честный компромисс, который состоит в создании финансовых механизмов эффективного распределения бремени и льгот.

Финансовый капитализм будущего должен основываться на усовершенствованных соглашениях о рассматриваемых нами «правах», сформулированных как более демократические и детально прописанные финансовые контракты на основе переопределенных в своих основных понятиях прав человека.

Это означает, что нашему деловому миру необходимо будет освободиться от части ограничений, налагаемых на него стандартными финансовыми контрактами в бумажной форме, и проявить большее воображение при определении такого рода соглашений. Как мы увидели в различных местах этой книги, процесс усовершенствования наших финансовых механизмов будет включать в себя разработку и внедрение новых понятий, нового языка и новых информационных технологий. Он неизбежно будет сопровождаться конфликтами. Одновременно этот процесс ведет нас по пути разрешения противоречий и прогресса.

Долг и соотношение заемных и собственных средств

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ импульсов, описанных в предшествующих двух главах, способно привести к возникновению ситуации, опасной с точки зрения долга, а также соотношения собственных и заемных средств. Импульс к риску способен заставить людей пренебрегать сигналами об опасности и идти вслед за массами, делая ставки на «мыльные пузыри». При этом люди очень часто «залезают» в слишком крупные долги. Импульс к традиционным, хорошо знакомым решениям может привести к тому, что люди игнорируют необходимость шагов, направленных на защиту себя от рисков, и в случаях непредвиденных бедствий вынуждены преодолевать значительные трудности. Учитывая первостепенную роль этих базисных импульсов, неудивительно, что на протяжении истории люди снова и снова повторяют одни и те же ошибки.

Если некто заимствует значительную сумму денег, используя традиционную форму долга, даже небольшое ухудшение экономического состояния способно привести его к катастрофе, поскольку вследствие уменьшения доходов и сохранения величины уже существующей задолженности соотношение собственных и заемных средств ухудшается. Более того, в случае когда инфляционные тенденции развиваются медленнее, чем ожидалось (например, во время экономического кризиса), реальная стоимость постоянного долга возрастает, и заемщик оказывается в критическом положении.

Простота и естественность института долга в различных его формах обусловили частые повторения такого рода ошибок на протяжении всей истории человечества. В каждом современном обществе функционируют механизмы заимствований и кредитования. Существование этих институтов отражает фундаментальное стремление, обслуживаемое соответствующими рынками. У молодых людей, в силу возраста еще не накопивших крупных активов, имеется целый ряд особых потребностей: необходимо дать детям образование и приобрести собственное жилье. Именно поэтому им, так или иначе, приходится одалживать деньги. В этом случае, обращаясь к традиционному долгу, они становятся зависимыми от соотношения собственных и заемных средств и сталкиваются с проблемами, неизменно сопровождающими жизнь должника.

Лучшие с точки зрения доходов годы людей приходятся на более поздний период жизни. В данном случае мы сталкиваемся с фундаментальной экономической проблемой, которая с незапамятных времен решалась не посредством формальных заимствований и кредитования, а в рамках семейных отношений. Руководствуясь инстинктом заботы о подрастающем поколении, родители обычно обеспечивали детей всем необходимым вплоть до помощи в покупке жилья, таким образом, возникавшая задолженность перекладывалась на плечи всей семьи.

В современной экономике мы признаем, что эта начальная система передачи ресурсов от старшего поколения к подрастающему несовершеннолетнему. Некоторые родители и некоторые дети ведут себя безответственно. Но даже если речь идет об ответственных людях, их возможности различаются. В наши дни дети, как правило, не желают заимствовать деньги у родителей, поскольку данный механизм образования долга чреват конфликтами. Тем не менее детям, скорее всего, придется найти другой источник необходимых им средств. Они обременяют себя долгом, и эта их задолженность, а также

связанное с ней соотношение собственных и заемных средств превращаются в проблему публичной политики.

Аналогично специфические потребности возникают у деловых предприятий на этапе их молодости или тогда, когда планируется расширение производства. Так же как и в случае с отдельными людьми, их наилучшие с точки зрения доходов годы отодвигаются в будущее, когда они войдут в пору зрелости. Деловые предприятия не имеют возможности начать и осуществлять хозяйственную деятельность, не располагая необходимыми для этого средствами. Начиная с древности эта проблема так же решалась в рамках семьи, способной предоставить займы ресурсы, необходимые для начала семейного бизнеса. Но с точки зрения бизнеса семья в качестве кредитора существенно ограничена в возможностях. Семейные средства едва ли позволят создать относительно крупное предприятие. В наши дни деловые предприятия обладают способностью «добывать» денежные фонды самостоятельно, посредством продажи акций. Но и этот метод имеет определенные пределы. Параллельно с эмиссией акций появились финансовые институты, обеспечивавшие и упрощающие процесс заимствования для деловых предприятий. В то же время задолженность сопряжена с опасностью для фирмы, выражающейся в возникающем риске того, что в обозримом будущем у кредиторов появится возможность принудить ее к ликвидации.

В заимствованиях нуждаются и правительства, прежде всего самые молодые из них, а также те, кто в любом «возрасте» предвидит рост своих потребностей в будущем. Допустим, возводится новый город, численность населения которого, как ожидается, будет расти, что предполагает соответствующее развитие дорожной сети и системы городской канализации. При этом наиболее эффективный подход — создание дорожной и канализационной систем в целом, по единому плану. С точки зрения городских властей, было бы разумно финансировать создание инфраструктуры с использованием

заемных средств: в настоящее время население города не может позволить себе подобные траты, и инфраструктурное строительство должно оплачиваться будущими его жителями, которые будут жить в городе и пользоваться услугами коммунального хозяйства как раз в то время, когда придется платить по долгам. Потребность в заимствованиях возникает у правительства и в периоды экономических кризисов, и вновь в ожидании наступления лучших времен. Очевидно, что имеющее задолженность государство рискует столкнуться с проблемами, например, в тех случаях, если реальное население окажется в будущем меньшим по численности, чем ожидалось, или если дольше, чем ожидалось, продлится экономический кризис.

Человеческие ошибки в отношении долга

Маловероятно, что в реальной жизни люди и деловые предприятия смогли бы соответствовать стандартам рациональности, на существовании которых настаивают экономисты-теоретики, моделирующие и численно оценивающие эти фундаментальные экономические проблемы.

Во-первых, как обсуждалось в предыдущей главе, и частные лица, и в значительной степени те, кто работает в корпорациях и государственных учреждениях, вежливо соглашаются на использование кредитных инструментов, «освященных» здравым смыслом или расхожим мнением и предлагаемых специалистами по продажам. В главе 10, посвященной деятельности юристов и финансовых советников, мы упоминали о том, что большинство людей не пользуются услугами экспертов, которые могли бы оказать им помощь при принятии финансовых решений. При обсуждении проблем государственной политики в большинстве случаев пренебрегают мнением специалистов по финансовой инженерии,

способных помочь в ограничении проблем, связанных с соотношением собственных и заемных средств. Неудивительно, что, сталкиваясь с необходимостью поддержания правильного их соотношения, нам очень часто приходится преодолевать серьезные трудности.

В соответствии с теорией, условием рационального поведения тех, кто участвует в принятии финансовых решений, является учет ими долгосрочной проблемы управления богатством: первоначальное заимствование, постепенное возвращение долга и сбережение достаточного богатства, которое при данных процентных ставках позволяет получить хороший долгосрочный результат.

Частные лица, точно так же, как деловые предприятия и государство, во многих случаях плохо понимают (по крайней мере, пока не разразится кризис), что крупные заимствования ведут к ухудшению соотношения собственных и заемных средств, когда малейшая проблема, усиленная долгом, перерастает в огромные трудности. Если долг становится слишком большим, по сравнению с собственными ресурсами, возникает «избыточная задолженность», «долговой навес», отрицательно воздействующий на позитивные действия в любых формах. Долги, сделанные людьми, фирмами, а также государством, приводят к тому, что и первые, и вторые, и третьи чувствуют себя так, как будто они оказались «прижатыми спиной к стене». Очень немногие частные лица, столкнувшиеся с этой проблемой, обладают математическими способностями, которые помогли бы им понять и разрешить основные вопросы, связанные с долгом без помощи финансовых советников.

Заимодавцы могут пойти на эту ситуацию в надежде получить прибыль, в некоторых случаях нимало не учитывая реальные интересы заемщиков. Возможности рекламы и виды схем кредитования, санкционируемые регуляторами, значительно варьируются от страны к стране. Отсюда и значительные различия между государствами в средних уровнях задолженности, а также склонности населения к сбережению и накоплению богатства.

Уровень задолженности в США во время финансового кризиса 2007 г.

Во времена экономического подъема, предшествовавшего нынешнему глубокому финансовому кризису, в 2001–2007 гг. общая задолженность домашних хозяйств США, включая долги по ипотеке и кредитным картам, удвоилась с 7 до 14 триллионов долларов. Долг домашних хозяйств, измеряемый по отношению к доходу, увеличился до уровня, невиданного со времен начала Великой депрессии. После того как цены на жилье начали снижаться, домохозяйства вынуждены были потуже затянуть пояса, ограничивая потребление и распахивая тем самым двери навстречу глубокому спаду производства.

В последние десятилетия норма сбережений в США и так была низкой. Но в предкризисные годы норма личных сбережений упала практически до нуля. В то же самое время аналогичный показатель в Китае приближается к 25%. Столь огромный разрыв не может объясняться только базисными различиями экономик двух стран; это наглядное свидетельство неудачи наших финансовых институтов в деле решения фундаментальных экономических проблем. Это верный признак того, что нашим финансовым институтам далеко до совершенства.

В предшествовавшие кризису годы в США резко возросли коэффициенты, отображавшие соотношение ипотечных кредитов и стоимости залогов. Бум цен на жилье был непосредственно связан с увеличением соотношения заемных и собственных средств. По мере ускорения роста цен ипотечные кредиторы, поддавшись той же психологии, что и покупатели жилья, соглашались на все более и более низкие платежи по кредитам. Снижение выплат по ипотечным кредитам, в свою очередь, открыло людям возможность приобретать все более дорогое жилье¹. Внезапное окончание бума привело

1. М. Аделино и его коллеги установили, что доступ к ипотечному кре-

к тому, что ипотечные кредиторы забеспокоились и начали требовать все более и более высоких платежей, что сделало невозможным приобретение жилья населением даже по сниженным ценам и усугубило экономический спад. Эти трудности привели к увеличению количества обращений взысканий на предмет ипотеки. В результате штаты, в которых действовали наиболее строгие в этом отношении законы, испытали и самый резкий экономический спад².

В 2008 г. (начальный период кризиса) на одного американца приходилось 5 кредитных карточек, а в Китае в том же году — одна кредитная карточка на 33 человека. Вплоть до наступления финансового кризиса распространение кредитных карт в США сопровождалось широкой рекламой. Карточки просто, без разрешений получателей, рассылались на почтовые адреса домашних хозяйства в сопровождении глянцевых рекламных листов, информировавших, что предоставление карты должно восприниматься как большая честь и признание заслуг. Основная задача этих кампаний состояла в том, чтобы преодолеть естественный скептицизм людей относительно денежных заимствований. В отношении китайцев данный метод распространения кредитных карт и рекламных материалов практически не использовался.

Чрезмерное доверие к кредитным картам — серьезная проблема. Американские округа, в которых перед кризисом более всего увеличился долг по кредитным картам, впоследствии продемонстрировали и наиболее резкий спад³.

В последние годы и специалисты, и общественность признали существование проблемы агрессивного про-

диту оказал значительное воздействие на цены на жилье в США, используя изменения в соответствующих ограничениях на размеры займов как инструменты установления экзогенных изменений в предложении кредитов. См. Adelino et al. (2011).

2. Mian et al. (2011).

3. Mian and Sufi (2010).

движения кредитных карт, ведущего к долговой перегрузке. В США одним из следствий этого стало создание Бюро по финансовой защите потребителей, учрежденного в 2010 г. в соответствии с законом Додда — Франка. В его юрисдикцию входят различные услуги по предоставлению заемных средств, включая кредитные карты. Если эти начинания проложат путь к дальнейшей дискуссии относительно наших моделей заимствования, возникнет возможность пересмотра деятельности американских долговых институтов в направлении повышения эффективности их деятельности с точки зрения интересов общества.

Уровень задолженности и европейский долговой кризис

Европейский долговой кризис, привлечший широкое внимание в 2010 г., в значительной степени был вызван схожими проблемами, в конечном счете связанными с импульсами к риску и традиционным решениям. Политический процесс сам по себе не способен своевременно привлечь внимание к финансовым советникам и экономистам-теоретикам, которые могли бы предложить рекомендации относительно объема и форм долга. В спокойные предкризисные времена имеет место естественная тенденция к недооценке рисков задолженности. В это время политики, в общем, стремятся не привлекать всеобщий интерес к проблеме долга, опасаясь обвинений в том, что ее обсуждение отрицательно отразится на доверии общества к бизнесу. Тем более что попытка привлечь внимание к проблеме чрезмерной задолженности не позволит им улучшить свои политические позиции, поскольку о ней задумывается очень небольшое количество граждан.

В Европе проблема избыточного государственного долга в некоторых странах осложнялась решениями банковских регуляторов. В частности, имеются в виду

нулевые требования к капиталу для банков — держателей номинированного в евро государственного долга. Это регулятивное решение означает, что дефолт по государственному долгу способен повлечь за собой обрушение банковских структур. Почему регуляторы решили, что государственный долг был безрисковым? Маловероятно, что они действительно верили в это. Скорее всего, регуляторы стремились не подорвать доверие к долгу, сигнализируя о своих опасениях посредством требований к капиталу. Мы имеем дело с классическим случаем, когда армия сжигает за собой мосты, чтобы двигаться только вперед: такое ощущение, что регуляторы не хотели подорвать доверие, привлекая внимание к уровню рисков. Более того, практически никто не обращал внимания на данную проблему, и, учитывая социальную основу человеческого внимания, естественно, что большинство людей просто не задумывались о долговом навесе.

Все перечисленное выше представляет собой очень сильную психологическую мотивацию к отказу от действий, направленных на устранение фундаментальной проблемы. На момент написания книги к европейским банкам по-прежнему применялись нулевые требования к капиталу для держателей номинированного в евро государственного долга. При этом были введены временные правила о банковских резервах. Наконец, в 2010 г. была создана Европейская служба банковского надзора, получившая право вводить новые процедуры оценки банков.

В том же году был учрежден и Европейский совет по системным рискам, задача которого заключается в осуществлении надзора и минимизации риска другого подобного кризиса. Само по себе создание такого совета не повлияет на политические импульсы к кризису, но оно означает начало цикла исследований и диалога, способных смягчить проблему.

На момент написания книги окончательный исход кризиса оставался под вопросом. Но то, что он может

привести к важнейшим последствиям, не вызывает сомнений. Они могут заключаться во фрагментации зоны евро или отказе от этой валюты, само название которой символизировало европейское единство. Учитывая свойственную людям тенденцию принимать слова за вещи, в долгосрочном периоде утрата евро как символа может иметь катастрофические последствия.

Циклическое изменение соотношения заемных и собственных средств

Цикл изменения соотношения собственных и заемных средств распространяется на всю мировую экономику. Его длительность не является постоянной, и между отдельными кризисами может иметь место значительный перерыв. Как представляется, общая для всех стран циклическая черта заключается в нарастающей во времена экономических бумов чрезмерной задолженности, что становится причиной краха после окончания резких подъемов.

Ту же самую модель мы наблюдаем при сравнении положения в различных странах мира. В соответствии с данными исследования 16 национальных экономик, в тех странах, где в 1997–2007 гг. отмечалось наибольшее увеличение соотношения заемных и собственных средств, имел место самый высокий рост внутренних цен. Более того, в 2008–2009 гг., в период наиболее глубокого кризиса, в этих же странах произошло наибольшее падение потребительских расходов⁴. Не вызывает сомнений, что цикл изменения соотношения собственных и заемных средства обусловил глобальный масштаб текущего финансового кризиса.

В рассматриваемых нами циклах чрезмерной может быть задолженность частных лиц, корпораций или госу-

4. Glick and Lansing (2010): Figures 3 and 4.

дарства. Возможно и сочетание высоких уровней задолженности всех трех типов. Идея о том, что данный цикл имеет фундаментальное значение для экономических флуктуаций, привлекает ограниченное внимание экономистов-теоретиков. Скорее всего, это обусловлено тем, что в большинстве случаев их интересуют относительно несущественные отклонения (рецессии, которые происходят часто и изучению которых способствует доступ к разнообразным и значительным по объему фактическим данным), а не довольно редкие крупные по масштабам депрессии или близкие к ним состояния экономики.

В 1933 г. экономист Ирвинг Фишер писал, что цикл изменения соотношения собственных и заемных средств был важнейшим фактором, воздействие которого привело к Великой депрессии 1930-х гг.⁵ Происшедшее после 1929 г. падение цен повлекло за собой значительное увеличение реальных стоимостей всех видов задолженности. Это изменение позволило кредиторам получить выгоду за счет заемщиков, но чистый его эффект оказался отрицательным. Увеличившийся в размерах долговой навес привел к сокращению расходов, низкий уровень которых сохранялся до тех пор, пока не была решена проблема навеса.

Теория И. Фишера получила дальнейшее развитие в трудах современного экономиста-теоретика Джона Джинакоплоса. По его мнению, несмотря на то что глубокий финансовый кризис 2007 г. не сопровождался значительной дефляцией, его, безусловно, следует рассматривать через призму проблемы долгового навеса⁶. Когда сделанные людьми долги превышают имеющиеся у них активы, в экономике возникает множество проблем. Дж. Джинакоплос перечисляет девять вызывающих наибольшее беспокойство «экстерналий», связанных с избыточной задолженностью. В этот список

5. Fisher (1933). См. также Shiller (2012b).

6. Geanakoplos (2009).

входят, в частности, проблемы в строительстве, увеличение количества банкротств в малом бизнесе, повышенные степени неравенства в доходах, снижение производительности и отрицательные последствия для залогов, использовавшихся в обеспечение кредитов⁷. Перечисленные выше факторы обуславливают важную роль государства в регулировании соотношения собственных и заемных средств.

Как правило, период бурного экономического роста становится временем чрезмерного оптимизма и самоуспокоенности. Возникает ощущение, что государство способно будет решить любые возникающие проблемы. И это ощущение защищенности заставляет миллионы людей увеличивать свою задолженность. По окончании бума, в то время как в экономике сложился огромный долговой навес, в качестве спасителя всех и вся воспринимается государство. В надежде на его помощь экономические субъекты переходят в «режим ожидания». Последний уже сам по себе порождает экономические затруднения.

Проблема долгового навеса с трудом поддается лечению. Если в период бума люди, корпорации и государства вышли на более высокий уровень соотношения заемных и собственных средств, то для избавления от отрицательных последствий избыточной задолженности им могут потребоваться годы, а то и десятилетия.

В качестве одного из доказательств существования проблемы долгового навеса могут рассматриваться события, сопровождающие приход к власти нового правительства. Кому-то может показаться, что в этом случае оно сможет дезавуировать долги перед иностранными государствами, сделанные предшественниками. В действительности же аннулирование внешних долгов возможно лишь в определенных обстоятельствах и регламентируется международным правом.

7. Geanakoplos (2010).

Более того, во многих случаях новое правительство не просто не ставит перед собой цель аннулирования долгов, сделанных прежней властью. Иногда оно признает задолженность, которая была дезавуирована предшественниками. После прихода к власти в Германии в 1933 г. правительства А. Гитлера оно отказалось выплачивать репарации по итогам Первой мировой войны. И наоборот, после окончания Второй мировой войны немецкое правительство, стремившееся восстановить доверие к новому государству после всех ужасов войны, частично признало свои обязательства по выплате давних репараций. Последний платеж на сумму 94 миллиона долларов был осуществлен в октябре 2010 г. — более чем через 90 лет после возникновения долга.

Во время текущего финансового кризиса знания правительств многих стран мира о рассматриваемых нами проблемах существенно расширились. Но ответственные за осуществление экономической политики государственные ведомства все еще находятся в поиске надежных методов преодоления возникших трудностей. Мы уже упоминали о создании новых государственных и межправительственных регуляторов, таких как Совет по надзору за финансовой стабильностью в США и Европейский совет по системным рискам. В изучении глобальной проблемы соотношения заемных и собственных средств участвуют Совет по финансовой стабильности в Базеле и Базельский комитет по банковскому надзору. Справедливости ради отметим, что в прошлом регулятивные организации сделали далеко не все возможное для того, что воспрепятствовать повторению проблемы циклического изменения соотношения заемных и собственных средств. Действительно эффективные действия предполагают, что усилия регуляторов будут дополнены разработкой более совершенных финансовых процедур и инструментов — инструментов, в основе которых лежат не наши современные закостенелые типы мышления и традиции, но фундаментальные изменения способов работы с данными проблемами.

Долгосрочные решения проблем циклического изменения соотношения заемных и собственных средств и долгового навеса должны будут привести нас к точке равновесия между выгодами свободного доступа к кредиту и создаваемыми долгом системными и циклическими проблемами. Разработка такого рода решений потребует создания новых финансовых институтов и технических приемов, что является увлекательной задачей для многих блестящих умов и творчески мыслящих финансистов.

Одиозный и благотворный долг

Идея о злонамеренности тех, кто дает деньги в рост, уходит корнями в глубокую древность. Первый Никейский собор католической церкви, проходивший в 325 г., наложил запрет на взимание процента с денег, данных в заем или иной оборот. Он сохранял свою силу до XVI столетия, времени реформ Жана Кальвина и разрыва с папством Генриха VIII. Взимание процентов осуждается и в Коране, и в шариате как религиозном законе ислама. Первые мусульманские банки начали создаваться только в 1960-х гг. Традиционное иудейское право Галаха запрещало иудеям предоставление денежных ссуд едиנוверцам. Данная практика подвергается критике ортодоксальными иудеями и в наши дни.

В соответствии с одной из правовых концепций, злом являются не все долги, но только так называемый одиозный долг (*odious debt*). Имеется в виду долг, возникший в отсутствие свободного и информированного процесса заключения соглашения, или долг, управление которым нельзя охарактеризовать как гуманное. Например, в США в годы, которые предшествовали кризису, начавшемуся в 2007 г., плохо информированным семьям с низкими доходами были навязаны избыточные ипотечные долги. При этом получатели кредитов не осознавали всех последствий этих ипотечных договоров.

Соответствующие кредиты могут рассматриваться как одиозные долги. Тем самым заемщики впоследствии получили моральное право на оказание им помощи, которая могла бы помочь им выйти из затруднительного положения. Если диктаторский режим заимствует деньги без вытекающего из обстоятельств согласия общества и использует их в своих собственных интересах, правительство, пришедшее к власти после его свержения, имеет возможность дезавуировать внешний долг как не имевший законной цели и отказаться от исполнения соответствующих обязательств. В данном контексте было бы целесообразно создать международный орган, наделенный законными правами по признанию тех или иных долгов одиозными.

Необходимо уделять большее внимание проблеме одиозных долгов (причем уже на ранних стадиях их появления). По мнению экономистов Симы Хаячандран и Майкла Кремера, такие международные органы, как ООН, должны объявлять будущие долги конкретных государств — государств, правительства которых обязаны понести наказание за неприемлемое поведение, — одиозными. Тем самым правительства этих государств столкнулись бы с возросшими трудностями в поиске международных кредиторов (даже если они не отличаются щепетильностью), так как заимодавцы утратили бы моральное право требовать возврата долга от новых властей. С. Хаячандран и М. Кремер убеждены, что обойти подобные санкции было бы гораздо труднее, чем используемые сегодня в отношении не поддающихся контролю государств традиционные торговые санкции⁸.

Противоположным одиозному долгу является долг, который мы называем благотворным (*salubrious debt*). Принимая решение о выдаче такого займа, кредитор рассчитывает на то, что долг окажет положительное воздействие с точки зрения общественного благосостоя-

8. Jayachandran and Kremer (2006).

ния. Как правило, предоставление такого займа сопровождается рядом условий в рамках обязательств по договору или дополнительных соглашений и разъяснений, призванных обеспечить здоровые стимулы получателю займа или другим уместным сторонам.

Пример такого благотворного долга — займы (а также субсидии), предоставляемые США различным европейским странам после окончания Второй мировой войны в рамках плана Маршалла (официально он назывался «Программа восстановления Европы»). Экономические историки Хельге Бергер и Альбрехт Ритчль утверждают, что при предоставлении займов специально оговаривались условия, направленные на то, чтобы внести коррективы в сложившуюся в то время в Европе опасную тенденцию⁹. Имеется в виду, что европейские страны предъявляли к Германии требования о значительных репарациях, выполнение которых привело бы к разрушению и экспорту значительной части основного капитала Германии. Они основывались на глубоко укоренившейся озлобленности и антагонистических чувствах, от которых невозможно было избавиться в одночасье. Создатели плана Маршалла предвидели появление открытой европейской рыночной площадки, включающей Германию, восстановившую свою традиционную промышленную мощь. Нельзя сказать, что мотивы США были исключительно бескорыстными, так как Америка была заинтересована в стабильной процветающей Европе. Но итоговый результат — вновь объединившаяся Европа вместе с вновь процветающей Германией — принес благо всем сторонам процесса восстановления.

Чтобы добиться существенного превышения благотворных долгов над одиозными и чтобы заемные средства использовались для решения базисных человеческих проблем, финансовым регуляторам предстоит пройти длительный путь. Для решения этой задачи не-

9. Berger and Ritschl (1995).

ДОЛГ И СООТНОШЕНИЕ СРЕДСТВ

обходимо поощрять финансовые инновации, позволяющие более гибко определять долги, как в случаях с уже упоминавшимися непрерывно корректируемой ипотекой или индексируемым в соответствии с ВВП государственным долгом, а также другими схемами индексаций в интересах заемщика. Улучшение управления долгом и соотношением заемных и собственных средств (более просвещенный долг) потребует изменения не только собственно кредитных институтов, но и используемых ими способов хеджирования, секьюритизации и объединения долга.

**Финансы как сфера деятельности,
пользующаяся сомнительной
репутацией,
и некоторые заслуживающие сожаления
искушения, присущие финансам**

СОГЛАСНО широко распространенной точке зрения, финансы как одна из сфер хозяйственной деятельности или те, кто заняты в ней, пользуются сомнительной репутацией. Вероятно, эта точка зрения и лежит в основе часто высказываемого мнения, в соответствии с которым нам всем должно быть стыдно за то, что сегодня многие молодые люди выбирают себе профессии, связанные с финансами, в то время как они могли бы сделать многое в других, гораздо более благородных областях деятельности.

Действительно, многие из тех, кто занят в бизнесе, получают истинное удовольствие (по крайней мере, на короткое время), навязывая другим те или иные товары и услуги или используя к своей выгоде различные лазейки в законах. Создается впечатление, что деньги для них важнее всего на свете, а их деловые начинания не подлежат нравственной оценке. В этом мире кому-то из нас приходится сотрудничать с такими людьми и даже работать на них. Они абсолютно реальны. И в тех случаях, когда они встанут на скользкий путь, кто-то вынужден выполнять их приказы, какими бы нелепыми они ни казались.

Впрочем, реальность такова, что мы должны то и дело прилагать усилия, чтобы не свернуть с прямой дороги

на окольные тропинки. Это неотъемлемая часть жизни во всех ее сферах. Некоторые области финансов относятся к числу тех, которые предлагают занятым в них людям нечто большее, чем обычные искушения, такие как попытки манипулировать людьми или незначительные отступления от правил чести. Отдельные финансисты на определенном уровне осознают свои отступления от нравственных законов. Возникающий в результате когнитивный диссонанс (как мы увидим ниже) может подтолкнуть их к выработке механизма защиты самоуважения и оправдания подобных действий. Проявления самодовольства со стороны этих людей вызывают особое раздражение у тех, кто в подобных жизненных ситуациях не пошел на компромисс с совестью и вышел из дела.

Вероятно, ощущение, что в сфере финансов можно встретить большее, чем обычно, количество практиков, не обременяющих себя думами о нравственности, возникает из-за того, что профессия финансиста предлагает (по крайней мере, некоторым счастливицам) астрономически высокие доходы. Иногда у нас появляется желание спросить: стоит ли человеку, придерживающемуся общепринятых нравственных принципов, идти работать в финансы?

Довольно часто финансы воспринимаются и как «теплое местечко» для коррупционеров, поскольку успех в этой сфере деятельности основывается прежде всего на управлении информацией. Следовательно, здесь открываются возможности введения в заблуждение других людей. В процессе осуществления наиболее выгодных финансовых транзакций всегда возникает искушение «придержать» имеющуюся информацию.

В какой еще области профессиональной деятельности возникают столь сильные искушения манипулировать мышлением других людей посредством избирательного дозирования информации? Если учитель игнорирует вопросы школьников, это не преступление, а упущение, безусловно способное вызвать у родителей отрицательные эмоции. Но они не идут ни в какое

сравнение с яростью, которую вызывает преднамеренное введение в заблуждение в финансовых вопросах. Те, кто потерял деньги, воспринимают последний случай не только как воровство, но и как действие, уязвляющее их эго, как вызов их чувству самоуважения, поскольку они проявили себя глупцами, поддавшимися на обман.

Сравнение с азартными играми в казино

Казино, предлагающие посетителям сыграть в азартные игры, — показательный пример коммерческой эксплуатации моделей повторяющихся ошибок в суждении. Как казино, этому, по мнению некоторых, воплощению аморальности, удалось убедить большое количество людей в целесообразности инвестиций (в форме ставок) с отрицательной ожидаемой доходностью? Тем более что игроки вновь и вновь делают новые и новые ставки, так что в соответствии с законом больших чисел убытки становятся практически неизбежными.

«Индустрия азартных игр», как называют самих себя участники отрасли, обосновывает правомерность своей деятельности тем, что она предлагает клиентам специфическую форму развлечений. Так и есть. Однако в данном случае мы имеем дело с уникальной формой развлечений, культивирующей и в значительной степени усиливающей человеческие импульсы к риску, что в некоторых случаях влечет за собой разрушительные последствия.

Решение загадки сводится к ответу на вопрос: почему посетитель казино решается сделать хотя бы одну ставку? В соответствии с данными исследования, проведенного Даниэлем Канеманом и Амосом Тверски, всем нам присуща боязнь потери¹. Люди патологически стремят-

1. Kahneman and Tversky (1979).

ся избежать даже незначительных, казалось бы, убытков. Если предложить игру в орлянку с асимметричной ставкой, когда монета, упавшая орлом вверх, приносит выигрыш 20 долларов, а решкой — проигрыш в 10 долларов, то большинство людей откажутся от участия в ней, несмотря на положительную ожидаемую доходность в размере 5 долларов. Как казино удастся склонить людей к ставкам с отрицательной ожидаемой доходностью и повторять их вновь и вновь, несмотря на опыт повторяющихся потерь?

Ответ отчасти связан с импульсом к рискованным поступкам (см. главу 21), проявляющимся в специфическом контексте. В казино специально создается обстановка, отвлекающая внимание посетителей от реальности азартной игры и помещающая ее в контекст, поощряющий рискованные решения. В большинстве случаев операторы казино не имеют психологического образования, но они экспериментируют с различными «декорациями» и воспроизводят все, что идет во благо их бизнесу. Они без усталы «возятся» с различными мелкими деталями игровой обстановки. Некоторые из них, незаметные вещи, присутствие которых было бы трудно объяснить, воздействуют на склонность к игре. Выживание в процессе «эволюции» наиболее приспособленных казино привело к созданию в них обстановки, изящный дизайн которой способствует преодолению неприятия риска.

Казино используют несколько способов внутреннего обустройства, часть из которых направлена на уменьшение значения запретов. В казино свободно продаются алкогольные напитки. Неустанно культивируется идея, согласно которой постоянные клиенты казино — это богатые и успешные люди. Тем самым хозяева заведений вводят в заблуждение некоторых людей, закрывающих глаза на свои собственные повторяющиеся проигрыши за игровыми столами.

Как отмечают психологи Джозеф Симмонс и Натан Новемски, существует целый ряд довольно тонких раз-

личий между азартными играми в казино и лабораторными психологическими экспериментами Д. Канемана и А. Тверски². Посетители казино наблюдают, как окружающие ведут большую игру, что уменьшает степень значимости их собственных проигрышей. Установление максимальной суммы ставки, в большинстве случаев определяемой на высоком уровне, приводит к тому, что актуальная ставка воспринимается как небольшая по величине. Посетителей просят делать свои собственные ставки и одновременно устанавливают их минимальный размер. Дж. Симмонс и Н. Новемски воспроизвели некоторые из этих условий в своих лабораторных психологических экспериментах и обнаружили, что перечисленные выше факторы действительно поощряют принятие рискованных решений.

В отсутствие регулирования брошенное на произвол рыночных сил предоставление брокерских услуг, вероятно, не слишком отличалось бы от азартных игр в казино. Об этом свидетельствуют наблюдения в местах, в которых осуществлялась торговля ценными бумагами в прошлом, до того как регулирование вошло в полную силу. Распространенные в США в конце XIX — начале XX в. так называемые лавки (внебиржевые банковские конторы), принимавшие у клиентов ставки на основные сырьевые товары и на цены на эти продукты, ничем в этом отношении не отличались от казино. За всегдатаям «лавок» была предоставлена возможность делать множество мелких ставок при довольно большом стечении посетителей, наблюдая за действиями других игроков. Ну чем это не современное казино? Вот как описывал в 1879 г. одну из «лавок», находившуюся в финансовом районе Нью-Йорка, один из ее постоянных посетителей: «„Лавка“ всегда напоминала мне заведение, в котором принимаются ставки на результаты скачек, — и я ничуть не удивился бы, услышав звучный

2. Simmons and Novemsky (2009).

голос давно оставившего нас Дока Андервуда: „А теперь, джентльмены, фаворитом становится Фалладин — 600 долларов. Каким будет ваш второй выбор?“³ (Ставки на результаты скачек были одной из первых форм ставок на тотализаторе, а Док Андервуд — известным его организатором.)

Нам довольно трудно понять, как в такой атмосфере могли приниматься правильные инвестиционные решения. К тому же репортажи о полицейских рейдах по нелегальным «лавкам» были «хлебом» ежедневных газет. Благодаря усилиям государственных регуляторов «лавочная» деятельность в США закончилась уже в эру прогрессивизма (два первых десятилетия XX столетия).

Но сомнительные практики сохранялись и за пределами этих, мало отличающихся от казино заведений. В 1940 г. вышла в свет книга фондового брокера Фреда Шведа-мл. «Где же яхты клиентов?», изобилующая яркими примерами уловок и лицемерия брокерских домов, что сделало ее очень популярной у широкого читателя. Основное внимание автора сосредоточено на умении брокера показать клиенту «товар» лицом, произвести на него впечатление богатства (у него множество состоятельных клиентов) и завоевать доверие (благодаря тщательно продуманным, но «липовым» советам). При этом брокеру хорошо известно, что его рекомендации абсолютно бесполезны. Вот как описывает Ф. Швед типичного фондового брокера или советника:

Если вы спросите мистера Бига, на чем основывается его мнение о будущем рынка через 15 лет, он приведет вам столько резонов, что вы непременно пожалеете о заданном вопросе. Но он обязан знать лучше. Если бы он хотя бы на минуту вытащил нос из вороха мелочей своего завораживающего дела и попытался взглянуть на общую картину, то вынужден был бы

3. «Mr. Prowler Discourses This Week on One Kind of Bucket Shop», *National Police Gazette*, June 14, 1879, p. 14.

признать горькую правду, которая заключается в том, что прискорбно малому количеству финансовых экспертов удалось правильно предсказать развитие событий на рынке ценных бумаг любого класса хотя бы на два года вперед (что существенно меньше 15 лет). Подавляющее большинство прогнозов на гораздо более короткие периоды времени проваливаются с треском⁴.

Хотя в книге Ф. Шведа вы найдете скорее множество анекдотов, чем статистических данных, она стала одним из первых и убедительных доводов в пользу теории эффективных рынков.

Когнитивный диссонанс и лицемерие

Когнитивный диссонанс (это понятие было предложено социальным психологом Леоном Фестингером) представляет собой отрицательный эмоциональный отклик, ощущение психологического дискомфорта, возникающее в случае, когда нечто вступает в конфликт с декларируемыми ценностями индивида; помимо рационального обновления убеждений, этот эмоциональный отклик способен привести к чему-то другому⁵. Особенно в тех случаях, когда индивид осознает несоответствие своих действий определенным убеждениям, он или она нередко без особых усилий просто изменяют их, обращаются в «новую веру». Одним из частных проявлений когнитивного диссонанса является лицемерие, когда человек признает некие мнения ради удобства для себя лично, оправдывая ими те или иные свои действия; на определенном уровне он действительно верит в них.

Обосновывая эти положения, Л. Фестингер и его последователи представили весьма убедительные фактиче-

4. Schwed (1940): 19.

5. Festinger (1957).

ские свидетельства того, что когнитивный диссонанс — реальный феномен, который с определенной регулярностью приводит к человеческим ошибкам или порой к тому, что мы называем лицемерием. Нельзя не отметить, что в некоторых кругах, особенно среди людей, стремящихся к созданию полностью рациональной модели человеческого поведения, сохраняется скептическое восприятие концепции когнитивного диссонанса.

В последнее время были получены новые фактические данные, свидетельствующие в пользу теории Л. Фестингера. В головном мозге человека была выявлена структура, связь которой с когнитивным диссонансом носит фундаментальный характер. Нейробиолог Винсент ван Вин и его коллеги провели эксперимент, в котором его участники получали вознаграждение в тех случаях, когда они лгали о своих истинных убеждениях. При этом исследователи изучали процессы, протекавшие в головном мозге испытуемых с помощью функциональной магнитно-резонансной томографии. Они обнаружили, что в результате эксперимента происходило возбуждение определенных областей головного мозга, таких как тыльная часть передней поясной коры и передняя островковая доля большого мозга. Известно, что в тех случаях, когда человек лжет, возбуждаются именно эти области мозга. Когда В. ван Вин с коллегами измерили степень возбуждения в этих областях, выяснилось, что некоторые участники опытов испытывали большее возбуждение, чем другие. Немаловажно, что люди с более высокой активностью продемонстрировали и более сильную тенденцию к изменению своих *актуальных* убеждений, чтобы они были в большей степени созвучны тем, которые им предлагалось поддержать⁶. Таким образом, исследователи получили фактические данные, свидетельствующие о существовании в мозге структуры, функционирование которой связано с результатом ког-

6. Van Veen et al. (2009).

нитивного диссонанса. Она является частью механизма функционирования головного мозга человека, результатом которого становится феномен, обнаруженный Л. Фестингером в процессе наблюдений за поведением людей.

Существование в человеческом мозге механизма проявления лицемерия обуславливает возможность совершения людьми ошибок, которые могут иметь огромное экономическое значение. Более того, определенные допущения могут приниматься и экономической системой в целом. Вспомним хотя бы о царившем в годы, предшествовавшие текущему кризису, общем убеждении в том, что «цены на жилье никогда не снижаются». В справедливость этой теории поверили миллионы людей, поскольку в противном случае они испытали бы когнитивный диссонанс, вызванный либо тем, что они сами так или иначе были вовлечены в систему чрезмерных продаж недвижимости, либо тем, что они сами инвестировали средства в недвижимость.

Рассмотрим еще один пример. Вспомним об установлении европейскими банковскими регуляторами нулевых требований к капиталу по номинированному в евро государственному долгу. Весьма возможно, что и здесь важную роль сыграл когнитивный диссонанс. Правило было принято и получило широкую поддержку в то время, когда никто не задумывался о возможных проблемах евро; отсюда любые последующие решения, в которых признавалось бы существование риска отказа от исполнения обязательств, приводили бы к возникновению диссонанса. И поэтому европейские регуляторы упорно отстаивали позицию (о полной безопасности номинированного в евро долга), которая в ретроспективе выглядит как лицемерие. Тем самым они создали условия для потенциальной катастрофы банковского сектора.

Психологическая проблема этого типа имеет непреходящее фундаментальное значение. Тем не менее профессии, связанные с финансами, привлекают также и людей, относительно мало подверженных проявлениям лицемерия. Они становятся трейдерами или ин-

вестиционными менеджерами и получают удовольствие, узнавая правду, которая в конечном итоге открывается на этих рынках. Во многих случаях эти люди страдают от лицемерия других. Они стремятся доказать свою правоту фактами, а не словами.

Финансовая система позволяет им действовать согласно собственным представлениям, даже если это будет порождать определенное экономическое неравенство. Но все вместе эти люди, придерживающиеся традиционного и политически корректного образа мыслей, приносят немалую пользу обществу. Существование людей, которые описанным выше образом будут использовать финансовые возможности, — часть истории успеха (плохо осознаваемой большинством общества) современных финансовых институтов.

Теоретики финансов нередко плохо понимают реальные основания, обуславливающие создание финансовых институтов, а также их важную роль в построении идеального государства. Многие теоретики пытаются представить людей как субъектов, стремящихся исключительно к максимизации прибыли, совершенно эгоистичных и совершенно рациональных в своих действиях. На самом деле люди хотят уважать самих себя, и максимизация прибыли в лучшем случае — одна из составляющих самоуважения.

Нравственная цель

Может показаться, что постоянно демонстрируемое регуляторами лицемерие порочит финансы как профессиональную область. Нет, финансовая практика далеко не всегда и не везде склоняет финансистов к такого рода поведению. Напротив, она вознаграждает людей моральной целью специфического типа, такой, которая лишь время от времени становится видимой для посторонних. Даже самые благородные профессионалы-финансисты могут показаться внешнему наблюдателю

лицемерами хотя бы потому, что таковыми воспринимаются их коллеги или люди, чьи распоряжения они должны исполнять.

Ежедневная рутина затрудняет восприятие внутренней присущей финансисту нравственной цели, заключающейся в оказании помощи клиентам. Отсюда можно легко прийти к выводу, что в финансах такой цели вообще не существует. В действительности человеческий дух, присущий большинству людей, естественным образом проецирует ее на будничную рутину. По-видимому, большинство из нас, для того чтобы выполнять все виды деятельности, подразумеваемые должностными обязанностями, нуждаются в нравственной цели, в духовном направлении. Большинство из нас инстинктивно стремятся быть полезными (в определенных пределах) окружающим, приносить благо людям.

Для большинства людей моральные исчисления накапливаемых на протяжении всей жизни крупных денежных сумм, и их траты ближе к концу земного существования покрыты мраком, поскольку никто не имеет возможности оценить цели такого накопления, пока оно не закончено. Большую часть жизни мы не способны оценить даже свои собственные моральные цели, не говоря уже о нравственных намерениях других людей, поскольку подобными расчетами никто не занимается; мало кто из людей ранжирует других после их смерти в соответствии с нравственными целями, которыми они руководствовались на своем жизненном пути.

Человек принимает нравственное решение, осознавая, что практически никто не способен оценить, насколько оно правильно, поскольку если этому выбору и уделяется внимание, то поверхностное. Новостные средства массовой информации любят посудачить о жизни богатых. Но они стремятся найти и находят истории о нравственных падениях. Публика мало интересуется добрыми делами богачей.

Нам присуще внутреннее стремление думать о себе как о хороших людях и жить в соответствии с этим

собственным воображаемым образом. Но если мы попытаемся подойти к нему с точки зрения логики, это внутреннее стремление, похоже, загоняет нас в пожизненный цикл, когда нам очень часто приходится заниматься тем, что нам не интересно, что не имеет ни четкого нравственного оправдания и ясно сформулированной цели, что не поддается окончательной оценке.

В деловой жизни Джон Рокфеллер-ст. (сын мелко-го барышника и двоеженца) был безжалостным неистовым агрессором, действовавшим под девизом «пленных не брать». Посвященная описанию его деяний книга Иды Тарбел «История компании *Standard Oil*», вызвала настоящий скандал⁷. Но впоследствии Джон Рокфеллер-ст. стал филантропом, наподобие Эндрю Карнеги. Возможно, его деловая практика была жестокой и полной лицемерия, но его жизнь получила благородное завершение: основание фонда Рокфеллера, Чикагского университета и Рокфеллеровского университета. Большую часть своего состояния он завещал своему сыну Джону Рокфеллеру-мл., продолжившему семейную благотворительную деятельность и оказавшему огромное влияние на то, что все шесть его детей (пять сыновей и дочь) посвятили себя служению обществу. Всем им довелось сыграть важную роль в общественной жизни и в благотворительной деятельности. Один из них, Нельсон Рокфеллер, был вице-президентом США. Представитель четвертого поколения семьи — Джон Рокфеллер IV, известный тем, что он в течение 25 лет избирался в сенат конгресса США от штата Западная Виргиния.

Что в конечном счете мотивировало представителей семьи Рокфеллеров? Стремилась ли она только к удовлетворению эго, а также к созданию и продолжению семейной династии? Или их благотворитель-

7. Tarbell (1904).

ная деятельность имела более глубокие нравственные цели? Скорее всего, свою роль сыграли и первый и второй мотивы. Кто-то из Рокфеллеров вдохновлялся более чем столетней традицией благотворительности. Эти добрые дела творились семьей, некоторые члены которой пользовались противоречивой деловой репутацией. Но со временем они превратились в положительную общественную силу, и каждое новое поколение подхватывало факел из рук предыдущего. Безусловно, эта история предлагает определенную модель жизни. К сожалению, такие примеры, как семья Рокфеллеров, встречаются довольно редко и в наши дни передача целей и ценностей от поколения к поколению далека от совершенства.

Иногда, встречаясь с богатыми людьми, участвовавшими в деятельности семейных фондов, я был просто поражен тем, насколько важную роль играет благотворительность с точки зрения их самооценки. Обсуждая ее, мои собеседники не скрывали своих эмоций. Благотворительная деятельность наделяет их чувством морального превосходства. Нечто подобное испытывает, например, человек, пожертвовавший свои деньги колледжу, когда руководство учебного заведения называет его именем один из учебных корпусов. В данном случае индивид ведет себя и эгоистично, и альтруистично. В его сознании сосуществуют обе эти мотивации.

Остальному миру в большинстве случаев мало дела до семейных фондов или наименований зданий в университетских городках. Если бы об этом зашла речь, мы все, вероятно, согласились бы, что те, в честь кого названы фонды или здания, были хорошими людьми, раз уж они сделали обществу такие подарки. Но мы сами не были знакомы с ними лично (в подавляющем большинстве случаев) и никогда не задумывались об их жизни. И поэтому они заслужили признательность со стороны общества и достигли своих собственных нравственных целей, не вызывая прямой зависти или враждебности.

Ошибочно принимаемое за порок

Одна из проблем, связанных с привлекательностью финансовой сферы для настоящих лицемеров, состоит в том, что они дискредитируют профессию финансиста в целом, то есть даже тех ее представителей, кто ведет себя безупречно честно. Отсюда даже для высокоморальных людей возникает неминуемый риск, что им будут предъявлены обвинения в уголовных преступлениях или административных правонарушениях, которых они не совершали. Это может нанести непоправимый урон их репутациям.

Истинная власть принадлежит хозяйственным и финансовым руководителям — имеется в виду такая власть, благодаря применению которой происходят вещи, *желаемые*, возможно, только индивидуальным ее *носителям*. Даже прошедшие через выборы высшие должностные лица государства, распоряжающиеся миллиардными бюджетами, обладают меньшей властью, так как они, по крайней мере в демократических странах, находятся в системе сдержек и противовесов и остаются у власти в течение ограниченного периода времени. Неограниченная власть, которой обладают очень успешные в бизнесе люди (и их наследники и преемники), практически неизвестна в других сферах жизни.

Для мужчин (а большинство финансистов — мужчины) это означает и власть над женщинами, что становится источником возмущения и для женщин, и для других мужчин. В некоторых частях современного мира статус мужа предполагает наделение властью, позволяющей распоряжаться несколькими женами, за счет других мужчин. Данная ситуация вызывает возмущение мужчин, лишенных возможности жениться и создать семью. Еще более сильное негодование могут испытывать женщины, вынужденные состоять в этих полигамных браках. Большая часть западного общества, еще со времен Древних Греции и Рима, рассматривала полигамию

как незаконную форму брака или, по крайней мере, выступала с резкой ее критикой. Но даже в этих условиях состоятельные мужчины находят удобным для себя поддерживать внебрачные связи или пользоваться услугами наиболее привлекательных проституток.

Если быть более точным, то приобретаемая богатыми людьми власть позволяет им осуществлять расточительные траты, которые экономист Торстейн Веблен охарактеризовал как демонстративное потребление. В тех случаях, когда ему предаются мужчины, демонстративное потребление инстинктивно воспринимается публикой как замаскированная попытка (даже если этот расчет оказывается неверным) привлечь внимание представительниц противоположного пола. Таким образом, стремление к богатству основывается на сексуальном импульсе и импульсе к приобретению социального статуса. Это относится и к женщинам, хотя их стремление к богатству может «подпитываться» несколько иными, но такими же сильными мотивами.

Окружающая богатых враждебность отчасти вызвана признанием власти, которой они обладают. Даже если люди намереваются в конечном итоге расстаться со своим богатством, никто другой не может знать об их истинных намерениях. Неудивительно, что окружающие с недоверием относятся к заявлениям о подобных намерениях. Подозрения публики могут выражаться и в стремлении заклеить всех состоятельных людей как порочных.

Люди, безусловно, осознают низость

Как мы уже обсуждали, во многих случаях в обществе существуют отрицательные установки по отношению к крупным бизнесменам. Проведенные нами количественные исследования позволяют сделать вывод, что эти отрицательные стереотипы получили широкое распространение, но не являются универсальными.

В 1990 г. Максим Бойко (русский экономист), Владимир Коробов (украинский экономист) и я провели анкетное обследование, цель которого состояла в том, чтобы сравнить установки по отношению к бизнесу американцев (точнее говоря, ньюйоркцев) и русских (москвичей)⁸. Участники опроса должны были ответить на вопрос: «Как вы думаете, действительно ли те, кто стремится сколотить крупное состояние, довольно часто оказываются не очень честными людьми?» В обеих странах было получено большое количество положительных ответов. Но относительная доля оказалась большей в России: положительный ответ дали 59% москвичей и всего 39% жителей Нью-Йорка.

Затем мы задали в большей степени личностный вопрос: «Как вы думаете, действительно ли вам будет трудно завести дружбу с людьми, которые имеют собственный бизнес (индивидуальный или небольшую компанию) и стремятся получать прибыль?» В Москве «да» ответили на этот вопрос 51% респондентов, а в Нью-Йорке — всего 20%.

Оказывается, восприятие порочности было выше в стране, население которой не имело опыта взаимодействий с легальными деловыми людьми. По-видимому, процесс финансового развития в любом государстве предполагает, что на каком-то его этапе возникнет преувеличенное восприятие порочности. Тот факт, что 20–40% американцев все еще придерживаются невысокого мнения о деловых людях, означает необходимость решения этой проблемы и в нашей собственной стране.

Уход от чрезмерно острой реакции на нечестное поведение

Дальнейший успех финансового капитализма вновь зависит от людей, придерживающихся более тонко-

8. Shiller et al. (1991).

го, нюансированного взгляда на человеческую природу по сравнению с тем, как она проявляется в финансовой среде. Нам придется смириться с тем, что не самое благородное поведение может быть продуктом, в сущности, очень хорошей экономической системы.

Предметом следующей главы будут финансовые спекуляции. В сознании многих людей спекуляции тесно ассоциируются с нечестным поведением, поскольку оно имеет место в экономической среде, побуждающей к эгоистичности и манипулированию другими людьми. Не имея представления об этом, не самом вдохновляющем, честно говоря, образце действий людей, нам было бы труднее прийти к обоснованному суждению о роли спекулятивных рынков в идеальном государстве. И поэтому нам необходимо будет тщательно рассмотреть не только основные составляющие этого поведения, но и его общие последствия.

Значение финансовых спекуляций

ШИРОКАЯ общественность издавна отрицательно относилась к спекуляциям на рынках, ведь они, как уверены многие, ничего не дают обществу. Спекуляции воспринимаются как форма приятного времяпрепровождения состоятельных людей или тех, кто в действительности только стремится разбогатеть, как своекорыстная и эгоистичная в основе своей деятельность. К тому же она во многих случаях носит иллюзорный характер. В 1904 г. в одном из своих эссе журналист Чарльз Конант отмечал:

Одна из самых стойких галлюцинаций людей, ясный ум и хорошая информированность которых во всех иных случаях не вызывает сомнений, заключается в присущей им непоколебимой уверенности, что операции на фондовой и товарной биржах представляют собой исключительно азартную игру. Казалось бы, достаточно минутного раздумья, чтобы понять — функция, которой принадлежит столь важное место в механизме современного хозяйствования, должна быть полезной, необходимой его частью; но раздумье, похоже, играет незначительную роль в интеллектуальном инструментарии агрессивных критиков организованных рынков¹.

Критика общественного мнения Ч. Конантом абсолютно справедлива. Но мнение публики разделяли и многие

1. Conant (1904): 83.

ведущие мыслители того времени. Ч. Конант, как экономический обозреватель, должен был знать, что о тождественности спекуляции и азартной игры писал Карл Маркс: «Так как собственность существует здесь в форме акций, то ее движение и передача становятся просто результатом биржевой игры, где мелкие рыбы поглощаются акулами, а овцы — биржевыми волками»². К критикам спекуляций нам придется причислить крупнейшего и самого влиятельного экономиста XX столетия Джона Мейнарда Кейнса: «Обычно все согласны с тем, что для общей пользы игорные дома должны быть труднодоступным и дорогим удовольствием. Может быть, то же самое верно и в отношении фондовых бирж»³.

Полемика между теми, кто подобно Ч. Конанту, полагает, что спекуляции являются весьма важной экономической деятельностью, и теми, кто вместе с К. Марксом и Дж. М. Кейнсом испытывает глубокие сомнения на этот счет, продолжалась в течение более сотни лет. И по сей день ее участники не пришли к единой точке зрения. Дело в том, что в позиции каждой из сторон содержатся элементы истины, или, возможно, их приверженцы ограничиваются полуправдой. Более того, степень соответствия спекуляций идеалу Ч. Конанта зависит от наших финансовых институтов — они способны и поощрять, и препятствовать осуществлению здоровых и продуктивных спекуляций, а также привлекать или отпугивать людей, по самому своему характеру способных к естественной и продуктивной спекулятивной деятельности.

Спекуляции способствуют рыночной эффективности

Долгие годы понятие *эффективных рынков* использовалось в самых разных значениях. Общепринятое в наши

2. Marx (1906): 440.

3. Keynes (1936): 159.

дни его определение было предложено в 1965 г. экономистом Юджином Фамой из Чикагского университета:

На эффективном рынке конкуренция между большим количеством разумно мыслящих участников приводит к возникновению ситуации, когда в любой момент времени фактические цены индивидуальных ценных бумаг отражают информацию, основывающуюся как на уже происшедших событиях, так и на событиях, которые, как ожидает рынок в настоящее время, будут иметь место в будущем. Другими словами, на эффективном рынке в любой момент времени фактическая цена ценной бумаги будет в значительной степени соответствовать ее внутренней стоимости⁴.

Не вызывает сомнений, что формулировка «конкуренция между большим количеством разумно мыслящих участников» относится непосредственно к спекулянтам, поскольку в том случае, если бы разумный совет позволил бы *избежать* спекуляции, используя не более чем широкую диверсификацию, никакая сила не смогла бы привести цены к правильному, «эффективному» уровню.

Задолго до Ю. Фамы схожие идеи о совершенстве финансовых цен высказывал не только Ч. Конант, но и многие другие. В частности, близостью их к «идеалу» часто объясняют трудности при прогнозировании ценовых изменений (мы указывали на это, цитируя Фреда Шведа-мл. в предыдущей главе). Более того, в проводившихся задолго до публикации работ Ю. Фамы статистических исследованиях, выполненных, в частности, Холбруком Уоркингом в 1934 г. и Морисом Кендаллом в 1953 г., были получены результаты, подтверждавшие наличие значительных трудностей в предсказаниях краткосрочных изменений цен на спекулятивных рынках⁵. Но Ю. Фаме удалось возвысить эту теорию до статуса широкой новой научной парадигмы, низведя, в свою

4. Fama (1965): 56.

5. Working (1934); Kendall (1953).

очередь, старомодных аналитиков, изучавших в поиске перспективных возможностей трейдинга модели динамики цены на акции, до уровня астрологов. По его мнению, рыночные цены были слишком совершенными (а значит, непредсказуемыми), а единственной достоверной их моделью является свободное блуждание.

В своих исследованиях Ю. Фама использовал данные, подготовленные Центром исследований цен на ценные бумаги (CPSR) Чикагского университета. Этот центр был основан в 1960 г. на грант 50 000 долларов, предоставленный финансовым конгломератом *Merrill Lynch*. Первоначально предполагалось, что центр будет ежемесячно (впоследствии — ежедневно) получать и переносить на магнитную ленту огромные массивы данных о ценах фондового рынка, а также связанную с ними информацию об изменениях в капитале и дивидендах, что позволило бы осуществлять точные расчеты доходности, используя для проведения вычислений компьютер UNIVAC. Руководство Центра исследований цен на ценные бумаги договорилось о сотрудничестве с Нью-Йоркской фондовой биржей, но вскоре обнаружило, что партнер никогда не занимался организацией такого рода данных и не имел возможности быстро предоставить необходимые сведения. Неожиданно свалившееся на Центр несчастье приобрело вселенское значение, когда оказалось, что ни в США, ни в любой другой стране мира никто и никогда не занимался организацией подобных данных. Когда информация была в конце концов подготовлена, катушки с магнитными лентами установлены на компьютер и началась обработка данных, это послужило дальнейшему расширению влияния идеи, в соответствии с которой спекуляции способствуют совершенству рыночных цен.

В наши дни важнейшим источником данных о ежедневных ценах на индивидуальные акции является та же самая «магнитная лента CPSR», уходящая в прошлое до 1926 г. После того как финансовый анализ вступил в компьютерную эру, гипотеза эффективных рынков приобрела статус иконы. В результате люди придают

большое (на самом деле, слишком большое) значение вопросу о совершенстве рынков.

Обнаружение того, что прогнозирование ежедневных флуктуаций цен на акции представляет собой трудную задачу, не должно вызывать слишком большого удивления: в случае использования простой торговой стратегии, предлагающей небольшую прибыль в размере одной десятой процента в день, годовая доходность превысила бы 30%. Очевидно, что если бы на рынке нашелся кто-то, кто осуществлял бы эту стратегию трейдинга, то действия ее приверженцев, вынужденных конкурировать друг с другом, привели бы к исчезновению этой рыночной возможности. В данном случае имеет место тот же самый эффект, который не позволяет нам всем разбогатеть, торгуя друг с другом. Данные, содержащиеся на магнитной ленте CSPR, открыли возможность проведения широкомасштабных исследований, лишь подтвердивших уже очевидное: краткосрочный трейдинг никак не позволяет очень легко, просто и быстро приобрести значительное богатство.

Едва ли не вся мощь научных исследований была сосредоточена на проверке «избранного» аспекта гипотезы об эффективности рынков: действительно ли смекалистый трейдер способен с легкостью превзойти рынок? Задача тестирования другого ее аспекта: действительно ли цены ведут себя так, как они должны были бы, в случае если рынки функционируют настолько хорошо, — оказалась значительно более трудной.

После важнейшей публикации Ю. Фамы (1965 г.), которая стала поворотным пунктом в развитии финансов, энтузиазм вызванный появлением гипотезы об эффективных рынках достиг небывалых высот. Вместе с ним уже какой-то нездоровый характер приобрела доверчивость людей, вверявших судьбу своих денег финансовым рынкам. Инвесторы как будто позабыли о том, что состояние рынков во многом основывается на мнениях и ценовые флуктуации в значительной мере отражают изменения общественных настроений.

В самом деле, если мы обратимся к анализу агрегированного фондового рынка, становится очевидным, что изменения цен в США были по *большой части* вызваны переменами в настроениях, или в установках, или в чем-то еще, никак не связанном с фактическими изменениями в реальной базисной стоимости, которые им постоянно приписывают. В 1981 г. в статье «Действительно ли цены на акции колеблются слишком сильно, чтобы их движение объяснялось последующими изменениями дивидендов?» я представил фактические свидетельства, основанные на данных о динамике фондового рынка США, начиная с 1871 г., согласно которым фундаментальные факторы, корреспондируемые с агрегированным фондовым рынком, из года в год никогда не изменялись слишком сильно⁶. Если бы люди были полностью информированы о будущем и соответствующим образом устанавливали цены, то фондовый рынок должен был бы просто демонстрировать устойчивую тенденцию к росту. Таким образом, у нас нет никаких оснований для того, чтобы приписывать эти разнонаправленные флуктуации получению «новой информации» о будущем. Суть дела заключается в избыточной волатильности на фондовом рынке.

Например, крах фондового рынка в 1929 г. не может объясняться последовавшей за ним депрессией. Даже если бы жившие в то время люди знали о неминуемом экономическом крахе, даже если бы у них был совершенный магический кристалл, они бы никак не могли ожидать очень сильного снижения цен на фондовом рынке США. В действительности во времена Великой депрессии положение американских компаний было значительно более устойчивым, чем мы могли бы пред-

6. Shiller (1981). Впоследствии были опубликованы и некоторые другие мои работы на эту тему, включая написанные совместно с Джоном Кэмпбелом, что позволило значительно улучшить первоначальный анализ (Campbell and Shiller 1988a, 1988b). См. также LeRoy and Porter (1981); Summers (1986).

положить, доверившись нашим приукрашенным историям. Все 30 компаний, данные о деятельности которых учитывались в промышленном индексе Доу-Джонса, благополучно пережили кризис. Да, на несколько лет они снизили выплаты по дивидендам, но вскоре вернулись к прежним показателям. Как известно, стоимость акции компании должна быть связана с приведенной стоимостью всех ее будущих дивидендов, а не только теми, которые будут выплачиваться в ближайшие годы. Так что если 1929 г. и стал реакцией на информацию о будущем, то она была какой-то вопиюще чрезмерной.

Обратимся к более близким к нам событиям и рассмотрим реакцию рынка на проходившую 27 октября 2011 г. конференцию руководителей стран — членов Европейского союза в Брюсселе. Ее участники объявили о широком пакете мер по борьбе с продолжавшимся финансовым кризисом. Европейские лидеры сообщили об увеличении средств фонда срочной помощи, рекапитализации банков и сокращении долговой нагрузки Греции. На следующий день немецкий фондовый индекс DAX повысился на 5,3%. Согласно предположениям новостных СМИ, подкреплявшихся цитатами специалистов и ссылками на экономические «факты», эти ценовые изменения имели некий основополагающий смысл. Волатильность цен в последующие дни интерпретировалась как отражения переоценок новостей о состоянии европейской экономики. В новостных историях обычно не упоминалось о предположениях, согласно которым все агрегированные ценовые изменения, в самой своей основе, имеют психологическое происхождение, — так словно существует всеобщее и не подвергаемое сомнению согласие об эффективности рынков.

Не вызывает сомнений, что большинство авторов, публикующих материалы на тему финансов, никогда не слышали об избыточной волатильности. Они продолжают потчевать публику историями о ежедневных флуктуациях на фондовом рынке так, как будто на этой площадке доминируют трейдеры с острым как бритва умом

и быстродействующим компьютером, наделенные способностями к глубокому пониманию экономики, способные ухватить и найти место на ее общей картине каждому нюансу сегодняшних экономических новостей. Такого рода публикации, несомненно, льстят читателям, а большинство их авторов даже не пытаются поставить под сомнения удобные для них традиционные воззрения.

Многие трейдеры действительно наделены острым умом, но игра, в которой они участвуют, в общем случае не требует от них макроэкономических предсказаний. В реальной жизни они играют друг против друга. Условием выигрыша в этой игре является правильная оценка психологии соперников.

По моему мнению, избыточная волатильность агрегированного американского фондового рынка, несмотря на определенное расхождение в точках зрения на проблему, — установленный факт⁷. Это отнюдь не означает, что флуктуации на китайском или индийском фондовом рынке, где базисные факторы изменяются гораздо более быстро, носят иррациональный характер. Это не означает, что все спекулятивные рынки ведут себя так же безумно, как агрегированные фондовые площадки. В следующей главе мы увидим, что флуктуации цен на акции *индивидуальных фирм* имеют несколько более осмысленный характер. Если дискуссия об эффективных рынках чему-то и учит нас, то только тому, что мы должны более внимательно идентифицировать *реальные* силы, движущие агрегированными рынками.

Spiritus Animalis, или Иррациональное начало

Успех наших финансовых рынков в деле обеспечения процветания в значительной степени определяется направлением, в котором их ведет *Spiritus Animalis* —

7. Обсуждение разногласий см., например, в Cochrane (1991).

наш внутренний стимул к действию, основывающийся, по Джону Мейнарду Кейнсу, не столько на тщательно продуманном расчете, сколько на «спонтанно возникающей решимости действовать». Ученый был убежден, что в реальной жизни деловые решения являются эмоциональными, но «отнюдь не в результате определения арифметической средней из тех или иных количественно измеренных выгод, взвешенных по вероятности каждой из них. <...> Поэтому, когда жизнерадостность (*Spiritus Animalis*) затухает, оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух — даже если опасения потерпеть убытки столь же неосновательны, какими прежде были надежды на прибыль»⁸.

Мой коллега Джордж Акерлоф и я убеждены в важности колебаний иррационального начала в человеке, а также в их огромном значении с точки зрения мирового экономического кризиса. Мы написали об этом книгу под названием «*Spiritus Animalis*, или Как человеческая психология управляет экономикой»⁹. По нашему мнению, флуктуации иррационального начала у большого количества людей представляют собой социальный феномен как результат распространяющегося подобно эпидемии «социального заражения» или психического взаимовлияния, что очень сильно затрудняет понимание и предсказание этих колебаний.

Для того чтобы оценить степень ломкости, внутренне присущую процессу принятия решений человеком, достаточно заглянуть внутрь самого себя. Присмотритесь к тому, как вы принимаете решения о своем участии в рискованном или требующем значительных затрат времени предприятии. Каждому такому решению свойствен отчетливый эмоциональный оттенок.

8. Keynes (1965 [1936]): 161, 162.

9. Akerlof and Shiller (2009).

В конечном счете движущей силой человеческих суждений являются эмоции, в значительной мере связанные с подсознанием. Романист Марсель Пруст, произведения которого посвящены описанию внутреннего мира людей, благодаря своему протагонисту описывает бушующие внутри него бури. Вот как он раскрывает тайну колебаний своего собственного иррационального начала: «И я снова начинаю спрашивать себя, какой могла быть природа этого неведомого состояния, приносившего не логическую доказательность, но очевидность блаженства, реальности, перед которой меркла всякая другая очевидность?»¹⁰

Решение о том, чтобы не только рассказать друзьям об интересной инвестиции, базисные вне рыночные факторы которой не могут быть верифицированы, но и действительно взять под свою ответственность сбережения, которые другой человек делал всю свою жизнь, и подвергнуть их риску на рынке, безусловно, носит эмоциональный характер. Оно принимается индивидом мучительно и трудно под влиянием социальной среды и под психологическим воздействием других людей.

Вернемся к предложенной Юджином Фамой и обсуждавшейся нами выше в этой главе оригинальной формулировке теории эффективных рынков. С нашего «наблюдательного пункта», расположенного на «господствующей высоте», утверждение о том, что «разумно мыслящим участникам» известно, как новая информация по мере ее поступления отражается в финансовых ценах, и что они, действуя совершенно логично, опираясь на это знание, готовы рискнуть своими состояниями, выглядит скоропалительным и поверхностным. Соответствующая точка зрения предполагает, что действия участников рынка основываются на надежной экономической модели, позволяющей получать данные о том, насколько будут изменяться цены в за-

10. Proust (2002 [1913]): 46–47.

висимости от поступления любой новой информации. В действительности мы далеко не всегда можем точно определить воздействие небольшой деловой новости на направление движения цены на акцию; кроме того, почти всегда было бы предельно трудно узнать значение изменения цены. Решение задачи осложняется необходимостью установить, началось ли движение цены непосредственно *перед* поступлением новости? На самом деле выбор любой модели рыночной стоимости акций — вопрос личного мнения, и модель обязательно должна изменяться. Более того, структура мира и экономик всегда изменяется новыми, отличающимися от «применявшихся» в прошлом, способами, что ставит под сомнение уместность статистического анализа динамики цен на акции в прошлом. Таким образом, никто не знает, в чем заключается механизм предполагаемого Ю. Фамой отражения информации в ценах. Если мы пытаемся объяснить движение цен и финансовую деятельность, нам никак не избавиться от иррационального начала.

Отбор и спекулятивное поведение

Практически весь мир пытается повторить опыт стран и городов, которым удалось добиться больших успехов в порождении здоровой жизнерадостности и предпринимательского духа. Менее успешные государства и регионы стремятся к достижению столь же высоких результатов, и решение этой задачи имеет огромное значение.

Однако если мы попытаемся взглянуть на эту проблему как можно более реалистично, то должны будем признать, что никому в мире не удалось успешно экспортировать положительное иррациональное начало в полной его форме. Страны и регионы, в которых преобладает жизнерадостность, добились этого посредством отбора своих будущих жителей.

Как утверждает Джон Гартнер, психиатр из Медицинской школы Университета Джонса Хопкинса, страны, в которых значительную часть населения составляли прошедшие самоотбор иммигранты, привлекали большое количество маниакальных, а также «гипоманиакальных» (со смягченной формой мании) людей¹¹. Исследователь подчеркивает, что, согласно опубликованным в психиатрических и медицинских журналах данным, три страны с наиболее высокой долей людей с психическими заболеваниями, соответствующими медицинскому определению биполярного аффективного расстройства (ранее известному как маниакально-депрессивный психоз), — США, Канада и Новая Зеландия. Вероятно, в них высоки и доли гипоманиакальных людей. Все эти страны объединяет то, что исторически их население формировалось за счет самоотбировавшихся иммигрантов, которые должны были преодолеть немало трудностей, прежде чем достичь «берегов обетованных». Я полагаю, что аналогичному отбору благоприятствовали условия и в других центрах деловой жизни, таких как Дубай, Гонконг или Сингапур. Люди, решившиеся на эмиграцию, отказавшиеся от комфортабельной среды, в которой они росли, естественным образом отбирались в соответствии со специфическими индивидуальными качествами, как генетическими, так и культурными. Эти гипоманиакальные люди от природы наделены большей, по сравнению с другими, предприимчивостью.

Научная обоснованность предложенной Дж. Гартнером теории вызывает у меня сомнения. Достаточно упомянуть, что все страны мира, и прежде всего все страны за пределами Африки, на том или ином отрезке истории человечества были населены иммигрантами. В то же время эти древние миграции происходили в форме переселения не отдельных людей, а целых на-

11. Gartner (2005).

родов. Индивидуальные перемещения, в свою очередь, могли быть вызваны случайными причинами и не обязательно являются результатом поисков лучшей жизни отдельным человеком или нуклеарной семьей. Современное общество открывает своим гражданам гораздо большую свободу индивидуальной эмиграции, что ведет к усилению эффекта отбора.

Я могу поделиться с вами историей моей семьи. Более ста лет назад мои дедушки и бабушки, каждый по отдельности, приехали в Америку из Литвы. Мой дедушка по отцовской линии, Джордж Шиллер, эмигрировал самостоятельно, чтобы избежать призыва в русскую армию, к которой он относился как к войскам государства, оккупировавшего его родину. Моя бабушка по отцовской линии, Амелия Миллер, самостоятельно уехала в Америку в возрасте 18 лет, чтобы избежать брака, о котором договорились родители жениха и невесты, против ее воли. На момент отъезда бабушка с трудом говорила по-английски. Это был шаг человека с сильным характером. Дед по материнской линии, Винкас Радзивил, приехал в США, чтобы получить образование в Кливлендском институте искусств. Бабушка Розалия Шерис никогда не рассказывала мне о причинах отъезда, но я знаю, что ее дорога в Америку была сопряжена с трудностями. Например, два года она жила одна в Лондоне. Для того чтобы решиться на самостоятельный переезд в Америку, у всех моих дедушек и бабушек должна была присутствовать хотя бы слабая гипомания-кальность, и мне очень интересно, как этот отбор должен был отразиться на мне как личности.

Но тяготы, которые приходилось преодолевать моим родственникам, не идут ни в какое сравнение с трудностями нелегальной иммиграции из Китая в Гонконг во времена Мао Цзэдуна. С тем чтобы попасть в Гонконг, люди должны были проплыть ночью несколько километров вниз по реке Чжуцзян (Жемчужная). Чаще всего они оказывались в руках пограничников и должны были понести наказание. Но через несколько не-

дель большинство из них предпринимали новые попытки перехода границы.

Кроме того, мне хотелось бы получить ответ на вопрос о той роли, которую, возможно, играет в гипоманиакальном отборе присущая городам всего мира живость и бойкость. Видимо, схожий процесс самоотбора проходят и люди, оставляющие тихую сельскую местность ради волнующей городской жизни.

Ограниченная ответственность

Избирательный отбор людей практикуется и в некоторых формах бизнеса. В экономически успешных странах финансовые институты учреждались с учетом необходимости создания благоприятных условий для конструктивного проявления такой личностной черты, как естественная тяга к спекуляциям. Институты сами способны организовать отбор по критерию гипоманиакальности даже в пределах страны, что позволяет собрать в одной организации людей, образующих более крупное гипоманиакальное целое.

Во всем мире широкое распространение получила практика, когда инвесторам, вкладывающим средства в приобретение публично торгуемых ценных бумаг, предоставляется право ограниченной ответственности. Это означает, что какие бы нарушения закона ни совершила фирма, привлечение инвесторов к ответственности за ее действия не допускается. Инвестор может быть спокоен, ведь он рискует только деньгами, которые были первоначально использованы для приобретения акций той или иной фирмы. Для многих из них инвестиции в акции становятся чем-то вроде опыта, доставляющего небольшое удовольствие, как при покупке лотерейного билета: заплатив за него, инвестор может расслабиться в ожидании того, что его вложение многократно окупит себя. И действительно, те, кто много столетий назад предложил ввести общую практику ограниченной

ответственности, хорошо понимали психологию инвесторов, учитывая их мотивацию при принятии законов об ограниченной ответственности¹².

Ограниченная ответственность — пример финансового института, спроектированного и созданного для того, чтобы люди имели возможность проявить свое иррациональное начало. Финансовые рынки с их ограниченной ответственностью поощряют дух азарта. Азартные начинания по большей части заканчиваются сплошными разочарованиями, но в некоторых редких случаях они приводят к крупным предпринимательским достижениям. Идея о том, что человек может принять участие в спекулятивном предприятии, когда единственным отрицательным последствием для него лично может быть только утрата денег, первоначально вложенных в покупку акций, приводит к возникновению чувства игрового возбуждения. К тому же игра, в которой риск ограничивается явно и однозначно, может восприниматься как вполне приемлемая и спутником жизни индивида¹³.

В конечном итоге законы об ограниченной ответственности, четко гарантирующие отсутствие неожиданных отрицательных последствий для участников фондового рынка, были приняты в большинстве стран мира. Впрочем, даже в отсутствие соответствующих законов фирмы имели возможность предоставлять ограниченную ответственность своим акционерам. Для этого приобретались страховые полисы, гарантирующие инвесторам возмещение любого ущерба, превышающего первоначальные вложения в акции, как это практикуется в отношении директоров (страхование от индивидуальных судебных исков). Недостаток данной практики — отсутствие охвата 100% акционеров, так как они должны

12. Moss (2004).

13. Эндрю Герцберг показал, что домохозяйства, состоящие отчасти из альтруистичных и отчасти из эгоистичных людей, могут вести себя совсем иначе, чем рациональный отдельный человек. См. Hertzberg (2011).

будут проверить правильность оформления страхового полиса, убедиться в отсутствии исключаящих оговорок или оговорок о собственном удержании, а также в долгосрочном характере политики фирмы. И наоборот, в случае когда ограниченная ответственность акционера рассматривается как фундаментальный, всеобщий и освященный веками принцип, держатели акций, зная об ограниченности размера возможных убытков, получают возможность витать в облаках своих фантазий о неограниченном потенциале ценных бумаг и относительно спокойно спать по ночам.

Отказ от партнерства в пользу публичных корпораций с ограниченной ответственностью

Естественная структура деловой деятельности в сфере, в которой важное значение имеет репутация и целостность фирмы, — партнерство, объединяющее небольшое количество людей. Данной форме традиционно отдавали предпочтение профессиональные фирмы, специализирующиеся на инвестиционной банковской деятельности, консалтинге, бухгалтерском учете или в сфере права. В данном случае партнеры являются владельцами фирмы, на которых не распространяется ограниченная ответственность. Но в последние десятилетия происходил процесс постепенного «вымирания» партнерств, и прежде всего в сфере инвестиционной банковской деятельности. По мнению некоторых исследователей, это привело к утрате факторов, определяющих целостность финансовых рынков, и поощряло безоглядную спекуляцию. Происшедшие изменения могли внести определенный вклад в начало глубокого финансового кризиса 2007 г.

До 1970 г. Нью-Йоркская фондовая биржа требовала, чтобы все ее фирмы-участники имели организационно-правовую форму партнерства, так как руководство

биржи было убеждено в ее превосходстве над другими формами организации (а также, вероятно, исходя из антиконкурентных соображений)¹⁴. Но изменения в деловых технологиях, поощрявшие крупномасштабные предприятия, в конечном итоге привели к тому, что биржа отказалась от этого правила. В результате изменения правил в финансовой сфере начался массовый отказ от партнерской структуры.

Первым в 1970 г. отказался от партнерской формы и стал публичной корпорацией инвестиционный банк Donaldson, Lufkin & Jenrette. За ним последовали Merrill Lynch (1971 г.), Lehman Brothers (после поглощения в 1984 г. Shearson/American Express и последующего отделения), Bear Stearns (1985 г.), Morgan Stanley (1986 г.) и Goldman Sachs (1999 г.). Среди крупнейших американских фирм на Уолл-стрит структуру партнерства сохраняет только *Brown Brothers Harriman*, владельцы которой несут бремя и риски этой структуры.

В традиционном партнерстве инвестиции партнеров в собственный бизнес неликвидны: их очень трудно вернуть назад, их стоимость остается покрытой мраком, а акции не продаются и не покупаются. Партнеры образуют собой бизнес и, в соответствии с налоговым законодательством, рассматриваются как индивидуальные налогоплательщики, что означает отсутствие налога на прибыль организации. На них не распространяется ограниченная ответственность; в случае предъявления судебных исков к партнерству каждый его участник несет индивидуальную ответственность. В случае делового фиаско партнеры рискуют потерять все свое имущество.

Поскольку извлечь средства, вложенные в партнерство, очень трудно, человек должен будет большую часть жизни учитывать этот риск; тем самым организацион-

14. Morrison and Wilhelm (2008). Превазирование партнерской формы в сфере права, консалтинге и бухгалтерском учете объясняется прежде всего существованием в них профессиональных организаций и профессиональных норм. См. Nordenflycht (2008).

ная структура поощряет тяжелый совместный и эффективный труд партнеров. В связи с тем, что они лишены возможности легко и быстро выйти из дела посредством продажи своих долей, в случае возникновения проблем в фирме ее собственники должны будут приложить все возможные усилия к их исправлению. Эта организационно-правовая форма поощряет партнеров очень тщательно подходить к поиску новых товарищей и способствует возникновению у них сильного чувства приверженности фирме (в отличие от типов личности, рассмотренных нами выше).

В дискуссиях о структуре партнерства наиболее часто упоминается проблема роста фирм, выбравших эту форму. Для инвестиционных банков и брокерско-дилерских фирм экономия, обусловленная масштабами деятельности, имеет важное значение. Партнерство же сталкивается с проблемой привлечения новых участников, так как уже имеющиеся участники, осознавая последствия неограниченной ответственности, стремятся узнать как можно больше о потенциальных и реальных членах партнерства. Им необходимо знать характер партнеров, а для этого могут потребоваться годы и годы. Кроме того, они стремятся получить представление об уровне благосостояния других участников партнерства, так как более богатые люди более уязвимы с точки зрения последствий неограниченной ответственности¹⁵. Таким образом, для каждого нового партнера цена доли в партнерстве отличается, и проблема сбора информации имеет весьма существенное значение. Напротив, в случае корпорации все ее акции имеют одну и ту же стоимость для каждого, и для решения об инвестировании достаточно сведений о ее денежном потоке.

Постепенное исчезновение партнерских структур с Уолл-стрит, возможно, было одним из факторов начавшегося в 2007 г. глубокого финансового кризиса, поскольку его следствием стало ограничение стиму-

15. Esterbrook and Fischel (1985).

лов к управлению репутацией и долгосрочными рисками в пользу структуры, поощрявшей быстрый рост фирмы. Безусловно, спекулятивные аппетиты, разжиганию которых способствовало зрелище быстрого изменения на фондовом рынке цен на фирмы, которые прежде были партнерами, а также последовавший за ними крах таких фирм, как *Bear Stearns*, *Lehman Brothers* и *Merrill Lynch* (равно как и экономический кризис в целом), могли быть связаны с изменениями, вызванными исчезновением со «сцены» партнерской структуры.

Поощрение положительной стороны финансовых спекуляций

Цитировавшийся в начале этой главы Чарльз Конант, был, безусловно, прав: спекулятивная деятельность играет центральную роль в функционировании современной экономики. Ее важнейшее значение определяется рядом общепризнанных экономических факторов, таких как информация, которую позволяют выявить эти рынки, и стимулы к действиям, порождаемые формирующимися на них ценами. В свою очередь, центральное место в системе стимулов, возникающих на этих рынках, принадлежит иррациональному деятельному началу, помогающему объединяться и совместно действовать людям, готовым к риску.

Некоторые исследования по поведенческой экономике направлены на поиск возможностей конструктивного использования импульса к спекуляциям, чтобы помочь людям принимать лучшие финансовые решения. Например, Питер Туфано и Дэниэль Шнайдер предложили изменить финансируемые государством лотереи, преобразуя импульс к азартным играм в импульс к сбережениям (соответствующий инструмент они назвали «связанными с лотерей сбережениями») ¹⁶.

16. Tufano and Schneider (2009).

Все вышесказанное отнюдь не означает, что каждый вид деятельности на спекулятивных рынках с необходимостью является благим делом. В ретроспективе, оглядываясь назад с точки зрения нашего глубокого финансового кризиса, представляется, что более целесообразно было бы сохранение партнерской структуры инвестиционных банков, а не ее изменение в пользу структуры публичной корпорации, акции которой ежедневно торгуются на рынках, даже если первая отрицательно влияет на информационный поток и темпы роста фирмы.

Каждое изменение в финансовых институтах считается своего рода экспериментом. Выводы о том, как трансформация повлияла на его функционирование, мы можем сделать только по прошествии многих лет, приобретая соответствующий опыт. Простого ответа на вопрос о том, какую форму должны были бы принять наши экономические институты, не существует. Проектирование и создание финансовых институтов — трудная задача, та как их конструкция должна учитывать разнообразные человеческие слабости и недостатки. При этом нам необходимо будет рассмотреть такие вопросы, как отборы людей определенных типов в альтернативные формы финансовых институтов, а также взаимодействие институтов друг с другом во время финансового кризиса.

В следующей главе мы проанализируем наиболее ярко бросающуюся в глаза человеческую слабость, превращающуюся в источник причиняющей огромные беспокойства тенденции к надуванию на рынках «мыльных пузырей», подобных тем, которые в прошлом приводили к многочисленным финансовым кризисам, включая самый последний из них. Но, как мы увидим, сравнимые по размерам или более крупные аналоги спекулятивных «мыльных пузырей» возникали и в тех сферах экономической деятельности, в которых отсутствуют спекулятивные рынки. Мы увидим, что проблема «мыльных пузырей» коренится во всеобщем поведении *людей*, а не в поведении абстрактных экономических субъектов, известных нам как рынки.

Спекулятивные «мыльные пузыри» и их издержки для общества

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ история пестрит историями о возникновении спекулятивных «мыльных пузырей», о том, как они «лопаются» и о вызываемых ими нарушениях нормального режима функционирования экономики. Общее количество таких «пузырей» значительно превышает то, о которых каждому из нас известно. Экономически важные флуктуации в ценах на спекулятивные активы происходили задолго до появления фондовых рынков. Достаточно вспомнить дошедшие до нас из далекого прошлого рассказы о жилищных бумах в Древнем Риме, во времена Юлия Цезаря и Адриана. Значительные колебания в ценах на землю приносили немало бед задолго до появления первых фондовых рынков. После появления в начале XVII столетия первых ежедневных газет истории о «мыльных пузырях» начинают принимать современную форму; при этом интенсивность и частота сообщений о них значительно возрастают. Считается, что периодическое возникновение «мыльных» историй — неотъемлемая часть функционирования системы финансового капитализма.

Что представляет собой спекулятивный «мыльный пузырь»?

Во время работы над вторым изданием моей книги «Иррациональный оптимизм», вышедшей в свет в 2005 г., я, к немалому своему удивлению, столкнулся с отсутствием четкого определения «спекулятивного мыльного пу-

зыря». В словарях приводились только расплывчатые общие определения использования понятия «мыльный пузырь» в экономическом контексте как чего-то непрочного или наполненного воздухом. В финансовых учебниках, публиковавшихся в эру эффективных рынков, об этом понятии просто не упоминалось. До самого последнего времени казалось, что термин «спекулятивный мыльный пузырь» использовался исключительно авторами популярных новостных СМИ, но никак не учеными. Именно поэтому я предложил свое собственное определение, в котором, как мне кажется, удалось «схватить» основное содержание «мыльных пузырей»:

Я определяю спекулятивный «мыльный пузырь» как ситуацию, в которой новости о повышении цены подстегивают энтузиазм инвестора, распространяющийся посредством психологического «заражения» от человека к человеку в процессе усиления историй, способных оправдать увеличение цен, в результате чего класс инвесторов становится все больше и больше; несмотря на сомнения в реальной ценности вложений, инвесторы вступают в него отчасти из зависти к успехам других, отчасти под влиянием азарта игрока¹.

Возвращаясь к этому определению в наши дни, я поражен количеством используемых мною психологических или эмоциональных понятий: *энтузиазм, психологическое «заражение», сомнения, зависть, азарт игрока*. Большинство экономистов избегают использования этих понятий в определениях любых экономических категорий, так как они исходят из примата в экономических решениях непосредственных основных эмоций отдельного человека. В отличие от них мне представляется, что отличительный признак «мыльных пузырей» — присутствие перечисленных выше эмоций у большого количества людей.

1. Shiller (2005b): 2.

Возможно, было бы более разумно представить перечень симптомов «мыльного пузыря». Последние представляют собой феномен, который можно сравнить с социальным психическим расстройством. При этом далеко не все «мыльные пузыри» идентичны друг с другом, и нам необходимо нечто подобное диагностическим критериям, предлагаемым Американской психиатрической ассоциацией в «Диагностическом и статистическом руководстве по психическим расстройствам» (в наши дни действующим является ее четвертая редакция, известная как *DSM-IV*). При постановке диагноза психического состояния пациента психиатры в большинстве случаев не имеют возможности использовать данные об объективных показателях, используемых врачами других специальностей, таких как наличие бактериальных культур или рентгеновские снимки. Руководство *DSM-IV* предлагает закрытые перечни возможных симптомов всех известных психических расстройств. Условием постановки правомерного диагноза является наличие у пациента определенного количества симптомов из диагностического списка. Данная методика обеспечивает соответствие диагнозов различных психиатров, а также получение полезных статистических данных о распространенности тех или иных заболеваний.

Социальные эпидемии

Спекулятивный «мыльный пузырь» отличается от психического расстройства тем, что он представляет собой социальный феномен, результат взаимодействия большого количества преимущественно нормальных людей. Положительный «пузырь» имеет место в случаях, когда люди наблюдают за увеличением на некоем спекулятивном рынке и в процессе этого наблюдения генерируется контур обратной связи. Рост цен привлекает внимание новостных СМИ и обычных людей к теориям (нередко их называют теориями новой эры, имея в виду вдохнов-

ляющие истории, согласно которым будущее будет гораздо более светлым, чем прошлое), обосновывающим это увеличение, в результате чего все больше инвесторов решают приобрести некий актив, что подхлестывает дальнейшее повышение его цены. На каждой стадии контура цены должны привлекать достаточное количество потенциальных покупателей, так чтобы уже существующие держатели актива могли прийти к выводу, что цена на него взлетела слишком высоко, и они начали бы избавляться от него. Тем самым сохраняется равновесие спроса и предложения. Одновременно на каждой стадии контура «инфекция», разносимая теориями новой эры, продуцирует новый спрос, «подогревающий» внимание публики, вызванное ростом цен. Повторение контура способствует тому, что истории становятся все более известными и ценовое отклонение еще более увеличивается.

В отрицательном «мыльном пузыре» все происходит по описывавшемуся выше сценарию, за исключением того, что падение цен порождает негативные истории, истории катастрофы, поощряющие продажи актива. Контур обратной связи означает, что снижающиеся цены способствуют распространению катастрофических историй, а проявляемое к ним публикой повышенное внимание, в свою очередь, ведет к дальнейшему, все более и более низкому падению. При каждой итерации цены падают достаточно низко, чтобы часть инвесторов приобретала активы, от которых избавляются другие, несмотря на все более широкую известность отрицательных историй.

Для тех, кто видит и осознает, что происходит, «мыльные пузыри» открывают возможности получения прибыли. Как правило, деятельность этих людей способствует стабилизации ситуации. Но в большинстве случаев она носит ограниченный характер: никому не известно, когда наконец лопнет «мыльный пузырь» (не имеет значения, положительный или отрицательный). Представляется, что о близком конце «пузыря»

свидетельствуют частые краткосрочные развороты рынка. Но во многих случаях эти сигналы ложные и лишь вводят в заблуждение людей. Попытки действовать вопреки пузырю сопряжены с высоким риском. И все это остается вопросом личного мнения. Невозможно доказать уже само существование «мыльного пузыря», так как они не поддаются численной оценке. Ни о чем не говорит и не может рассматриваться как доказательство существования «пузыря» и динамика различных коэффициентов, таких как цена/прибыль. Если речь заходит об активной профессиональной деятельности специалиста, то на ее протяжении индивиду приходится не так уж часто встречаться с крупными рыночными или страновыми «пузырями», чтобы безоговорочно завоевать репутацию их «эксплуататора». Не могут рассчитывать на создание этой славы и институты или государственные организации. В противном случае у них появилась бы возможность достучаться до инвесторов или налогоплательщиков, убеждая их в необходимости предоставления крупного капитала, чтобы вовремя начинать «дуть против» только образующихся «пузырей», не допуская их увеличения.

Из социологии нам известно о социальных эпидемиях прошлого, хотя большинство из них никак не связаны с финансами и с технической стороны не относятся к спекулятивным «мыльным пузырям». Но если мы хотим понять особенности образования последних, нам необходимо использовать научные достижения социологии в сфере исследований общественных эпидемий.

Для достижения понимания «мыльных пузырей» нам потребуются и научные результаты современной нейробиологии. Координация всех различных образующих человеческий мозг агентов несовершенна; к сожалению, эволюционные процессы, в которых он формировался, не привели к созданию совершенного механизма. В ходе нашего развития мозг млекопитающего стал своего рода «надстройкой» над мозгом рептилии, что привело к дублированию функций и стало источником противоречий

в человеческом мозге. Подобно жилому дому, в котором к основному зданию через много лет после его возведения были пристроены несколько новых крыльев, структура мозга не является единым целым, и в ней присутствуют как холодовые точки, так и области со «сквозняками». В ней до сих пор содержится множество «ошибок мозга», подобных ошибкам, или багам, в компьютерных программах. Вот как охарактеризовал их нейробиолог Дин Буономано: «Проще говоря, в соответствии со своим устройством наш мозг хорошо приспособлен для решения определенных задач и плохо справляется с другими их видами. К сожалению, проведение различия между этими двумя группами задач относится к числу слабостей мозга, так что мы по большей части пребываем в блаженном неведении о той степени, в которой наши жизни направляются *ошибками мозга*»².

Спекулятивные «мыльные пузыри» — следствие воздействия ряда этих ошибок мозга на финансовую систему в целом. Ряд из них я перечислил в своей книге «Иррациональный оптимизм». Ошибки мозга включают в себя:

- *Социально обусловленное восприятие (якорение)*, проявляющееся в тенденции излишне полагаться в неоднозначных обстоятельствах на посторонние сигналы.
- Чрезмерная подверженность влиянию *историй* в различных формах, прежде всего эмоционально окрашенных.
- Излишняя *самоуверенность*, особенно в тех случаях, когда суждения индивида затрагивают его эго.
- *Непоследовательные рассуждения*, то есть проблемы с оценкой гипотетических событий, которые могли бы произойти в будущем, и их последствий.
- *Социальное влияние*, проявляющееся в тенденции к бессознательному принятию установок окружающих людей.

2. Buonomano (2011).

Все эти факторы обуславливают подверженность людей воздействию мыслительных вирусов или мемов — идей, распространяющихся среди населения подобно тому, как распространяются вирусы инфекционных болезней.

При этом не следует забывать и об обсуждавшемся выше когнитивном диссонансе, возникающем во время образования «мыльного пузыря» и на индивидуальном, и на культурном уровне. На последнем он способствует принятию общепринятых воззрений, оправдывающих действия, способствующие надуванию «пузыря». Существует большое количество людей, активно участвующих в распространении этих общепринятых воззрений. При этом все, что противоречит уже усвоенному общепринятому, будет вызывать у них когнитивный диссонанс. Особенно сильный диссонанс будут испытывать люди, которые, исходя из доминирующих воззрений, уже заключили деловые договоренности или сделали свои ставки.

Нефинансовые инвестиционные «пузыри»

Признание того, что спекулятивные «мыльные пузыри» представляют собой относительно часто встречающийся яркий пример социальных эпидемий, особенно важно в тех случаях, когда мы размышляем о возможности регулирования или недопущения их возникновения. Приведенное выше описание социальных эпидемий, которые приводят к созданию спекулятивных «пузырей», предполагает существование финансовых рынков, на которых формируются цены на спекулятивные активы, а также новостных СМИ, распространяющих информацию о ценах. В результате движения цен способны ускорить заражение «пузырчатым» мышлением. В то же время процесс распространения затрагивающих экономику социальных эпидемий может протекать и при полном отсутствии финансовых рын-

ков (очевидно, он будет иметь и соответствующие отличия).

Для того чтобы обнаружить примеры такого процесса, нам необходимо присмотреться к экономикам, в которых вообще отсутствуют финансовые рынки. Рассмотрим опыт экономик коммунистических стран XX столетия, хозяйственная деятельность в которых основывалась на централизованном планировании. Формировавшиеся в них «пузыри», конечно же, представляют собой особый тип, поскольку одна из черт централизованной командной экономики состоит в том, что в принятии экономических решений участвует относительно небольшой сегмент населения. Присущее им «пузырчатое» мышление менее заметно и остается вне поля зрения исследователей, но от этого оно не становится ни менее интенсивным, ни менее разрушительным.

Например, обращаясь к экономической истории СССР, мы можем установить признаки спекулятивного «пузыря» в плане по коллективизации сельского хозяйства, осуществление которого началось в 1929 г. Коллективизация предусматривала массовую реорганизацию аграрной сферы и переход от индивидуальных хозяйств к гигантским коллективным хозяйствам. Для того чтобы добиться повышения производительности труда, последние должны были оснащаться современной для того времени сельскохозяйственной техникой. Советское государство прилагало огромные усилия, направленные на то, чтобы «заразить» общество энтузиазмом по отношению к коллективизации. Как и в случае с любым финансовым «пузырем», делались довольно странные и дико раздутые первоначальные прогнозы о «неизбежном» успехе плана. Одним из выражений энтузиазма, которым было охвачено общество, стала мода на детские имена Трактор, Электрификация и т. п.

Планы коллективизации не предусматривали возможности приобретения акций новых хозяйств. Возможно было лишь косвенное инвестирование в то или иное хозяйство, когда человек вступал в него в расче-

те на дальнейшее продвижение и получение вознаграждения. Впрочем, гораздо более важным является отсутствие рынков, на которых формировались бы цены сделанных инвестиций, а также сдерживающих развитие «мыльного пузыря» сил, действовавших бы посредством сравнения цен на альтернативные вложения или «короткие» продажи. В СССР в то время отсутствовала практика широкой публикации данных балансовых отчетов коллективных хозяйств и отчетов о прибылях и убытках. Не могло быть и речи о выступлениях независимых аналитиков, которые бы открыто критиковали деятельность новых предприятий. В конечном итоге «мыльный пузырь» привел к катастрофе. Жертвами голода, разразившегося в СССР в 1932–1933 гг., стали 11 миллионов человек. Его возникновение было непосредственно связано с вызванным коллективизацией разрушением сельскохозяйственного производства.

Еще одним примером схожего инвестиционного «пузыря» в экономике, лишенной финансовых рынков, является политика «большого скачка», осуществлявшегося в коммунистическом Китае в 1958–1961 гг. План предусматривал коллективизацию сельского хозяйства и решительное развитие промышленности, прежде всего увеличение производства чугуна и стали. И вновь он осуществлялся в отсутствие рыночных цен, публикаций отчетов о прибылях и убытках, а также анализа деятельности предприятий со стороны независимых специалистов. Для производства использовались кустарные печи, что вызывало грустные улыбки у информированных аналитиков. Однако те, кто хорошо понимал, что происходит в стране, не пользовались в Китае влиянием. «Укоротить» «большой скачок» не было никакой возможности. В результате надувания «мыльного пузыря» сельскохозяйственная рабочая сила и ресурсы были быстро перераспределены в пользу промышленности, что привело к массовому голоду и гибели десятков миллионов людей³.

3. Becker (1997).

Некоторые черты политики «большого скачка» имеют удивительное сходство с особенностями финансовой пирамиды Понци. Согласно ряду сообщений, после посещения Мао Цзэдуном в 1959 г. современного металлургического завода в Маньчжурии у него возникли сомнения в целесообразности развития малой металлургии. По словам Ли Чжусуя, личного врача и биографа руководителя КНР, «он воздержался от указаний о прекращении пропаганды малой металлургии. Его не волновали ни напрасные траты труда и материалов, ни никому не нужная продукция, производившаяся на „задних дворах“. Мао не желал предпринимать ничего, что могло бы ослабить массовый энтузиазм»⁴. И «большой скачок», и последовавшая за ним «культурная революция» были в значительной мере осознанными планами, направленными на «заражение» общества полезными властью идеями.

Важную роль в создании предпосылок для катастрофы, к которой привел «большой скачок», сыграло завышение коллективными хозяйствами отчетных данных о выпуске сельскохозяйственной продукции. При этом в Китае отсутствовали регуляторы, которые должны были бы проверять достоверность статистических данных. Когда центральное правительство, исходя из имевшихся у него сведений, требовало осуществления поставок продукции в соответствующих объемах, остававшейся в распоряжении хозяйств продукции не хватало даже на жизнь крестьянам.

Некоторые возразят, что все эти события не могут рассматриваться как настоящие спекулятивные «мыльные пузыри», поскольку соответствующие виды деятельности навязывались населению тоталитарными правительствами, а массовые жертвы отражают скорее ошибки в государственном управлении, чем в инвестиционной сфере. Тем не менее им присущи и характерные для «мыльных пузырей» аспекты. Достаточно упо-

4. Li (1994): 291.

мянуть о том, что в каждом случае государство имело возможность осуществлять свои планы в течение длительного времени и в массовом масштабе. Это должно означать, что идеи, на которых основывались планы, с энтузиазмом поддерживались обществом.

К счастью, в финансово развитых странах ни один из спекулятивных «пузырей» не имел разрушительных последствий, к которым приводили советская коллективизация и китайский «большой скачок». Магнитуду подобных катастроф, по крайней мере, ограничивают наличие свободных рынков, независимых аналитиков, а также доступность балансовой и финансовой отчетности.

Войны и «мыльные пузыри»

В каком-то смысле «мыльным пузырем» была и Первая мировая война. Как и в случае многих других конфликтов, по мере того как события постепенно «увязывались» в цепочку последовательных действий одной из сторон и ответных мер другой, инцидент, ставший поводом к ее началу (убийство эрцгерцога Франца Фердинанда в Сараево), начал казаться малозначимым. И здесь возник контур обратной связи, которую, как представляется, не смог прервать ни один из его участников.

Как писал в 1915 г. социолог Эмиль Ледерер, он был поражен изменениями в обществе, к которым уже тогда привела война. По словам ученого, практика всеобщей воинской повинности превратила перспективы войны в важнейшую личную проблему, затрагивавшую практически каждую семью. Война заняла огромное место в мышлении каждого человека и привела к изменениям в межличностных отношениях. Как подчеркивал Э. Ледерер, понятие *Gesellschaft* (общество) было вытеснено понятием *Gemeinschaft* (община), что сделало невозможным его устранение из обратной связи⁵.

5. Lederer (1915).

Разрушительность контура обратной связи, возникшего в связи с Первой мировой войной, была настолько очевидной, что после ее окончания были созданы международные механизмы, которые, как предполагалось, позволят не допустить его возникновения в будущем. В частности, была учреждена Лига Наций. Но ей не удалось предотвратить Вторую мировую войну, что стало одной из основных причин создания Организации Объединенных Наций (ООН). Важнейшая функция ООН — посредничество в межгосударственных конфликтах и использование миротворческих сил для того, чтобы прерывать формирующие контуры обратной связи как можно ближе к стадии их зарождения. Здесь мы могли бы провести аналогию с ограничением размеров спекулятивных «пузырей», хотя нам едва ли когда-нибудь удастся полностью от них избавиться.

«Хорошее общество»

В XX столетии одним из важнейших шагов в направлении создания «хорошего общества» стало учреждение ООН. В XXI в. движение к этому идеалу продолжается. Одним из существенных шагов является создание в 1999 г. объединения государств, получившего известность как Группа двадцати (G20) и превратившегося в эффективный институт экономической политики. Основа достигнутого прогресса — многовековое международное сотрудничество великих держав, исходным пунктом которого стал проходивший в 1814–1815 гг. Венский конгресс. Важными его вехами были создание Лиги Наций и ООН, а также Группы семи и Группы восьми («Большой восьмерки»). Значительный вклад в выработку мировой экономической политики вносят Экономический и социальный совет ООН, а также Второй комитет ее Генеральной ассамблеи. Но до создания Группы двадцати ни одному из учрежденных в соответствии с международными соглашениями органов

не удавалось эффективно координировать экономическую политику в масштабах всего мира.

В принятой 15 ноября 2008 г. декларации по итогам первой встречи на высшем уровне членов Группы двадцати руководители вошедших в нее государств приняли на себя обязательства о предоставлении гарантий «должного регулирования всех имеющих важное системное значение институтов»⁶. В декларации от 15 сентября 2009 г. руководители стран Группы двадцати объявили, что их экономическая «политика будет направлена на избежание как воссоздания „мыльных пузырей“ на рынках различных активов, так и восстановления неустойчивых глобальных финансовых потоков»⁷.

В соответствии с обязательствами, развитые страны предпринимают различные шаги в рамках согласованной политики. Например, в США был принят закон Додда — Франка, предусматривавший создание Совета по надзору за финансовой стабильностью и управления финансовых исследований Министерства финансов США, в обязанности которого был вменен сбор данных, позволяющих принимать обоснованные решения о системных рисках. В Европейском совете по системным рискам функционирует консультативный технический комитет, ответственный за поиск решений проблем, схожих с трудностями, возникающими в процессе зарождения и развития «мыльных пузырей».

Предотвращение спекулятивных «пузырей» и чрезмерного использования кредита для совершения финансовых сделок — это очень трудная задача для любого государственного ведомства. Мы можем только гадать, насколько успешно министерства и ведомства справятся с ее решением. От чрезмерного оптимизма

6. <http://www.g20.utoronto.ca/summits.htm>, <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>.

7. <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>.

нас предостерегают и примеры из прошлого. В 1987 г. сразу после крупнейшего за всю историю однодневного обвала на фондовом рынке США президент Рональд Рейган уже принимал решение о создании правительственного органа, получившего название Президентской рабочей группы по финансовым рынкам. В нее вошли министр финансов, председатель совета управляющих Федеральной резервной системы, председатель Комиссии по ценным бумагам и рынкам и председатель Комиссии по срочной фьючерсной торговле сырьевыми товарами. Практически на пике кризиса 8 октября 2008 г. комиссия выступила с довольно слабым заявлением, в котором описывались действия уже предпринятые четырьмя государственными ведомствами, входившими в рабочую группу. Никаких свидетельств в пользу объединенной деятельности самой этой группы представлено не было⁸.

Описание деятельности подобных ведомств, как правило, носит технический характер, содержит данные о различных капитальных коэффициентах, трансграничных потоках капитала и т. п. В большинстве случаев в них ничего не упоминается о *мыльных пузырях*. Считается, проблема заключается в том, что бухгалтеры во многих случаях пытаются «замаскировать» реальное значение данных. Признание существования «мыльного пузыря» имеет существенное значение для предотвращения финансового кризиса. Однако само это признание является во многом оценочным вопросом, ответ на который зависит от действий субъектов рынка и регуляторов, от намерений и мотивов людей, а также от интерпретации имеющихся данных.

Вот почему для новых ведомств формулирование планов по предотвращению возникновения «мыльных пузырей» представляет собой очень трудную задачу. И вот почему диспропорции, которые мы наблюдали

8. <http://www.treas.gov/press/releases/hp1177.htm>.

во время текущего финансового кризиса, будут, скорее всего, повторяться снова и снова.

Регуляторы играют важную роль, но в этих ведомствах работают обыкновенные люди. Создание финансовых институтов, призванных устранять несовершенства регуляторов настолько это возможно, — такая же важная задача, как организация финансовых институтов, преодолевающих несовершенства участников рынка.

Значение «мыльных пузырей»

Предположим, все сказанное выше — чистая правда. Возникает вопрос: в чем заключается польза цен, которые устанавливаются на финансовых рынках? Что еще, кроме создания «мыльных пузырей» и крахов, происходит на этих площадках? Среди апологетов спекулятивных рынков широко распространено мнение, согласно которому рынки обеспечивают установление цены, то есть продуцируют важнейшую информацию. Но какова природа раскрываемой на рынках информации? Что «раскрывают» рынки посредством формирующихся здесь цен?

Мы можем так ответить на эти вопросы. Несмотря на то что происходившие на фондовом рынке в течение последнего столетия флуктуации уровня агрегированных цен фондового рынка, в общем, раскрывают нам не более чем изменения в психологии его участников, цены акций несут в себе определенный смысл. Примечательно, что, по крайней мере, индивидуальные цены акций «наполнены» полезной информацией.

Как заметил однажды экономист Пол Самуэльсон, цены на акции отличает «эффективность на микроуровне» и «неэффективность на макроуровне». Это высказывание подразумевает, что гипотеза эффективных рынков в большей степени справедлива для отдельных акций (микроуровень в том смысле, что мы говорим о небольших частях агрегированного рынка), чем

для фондового рынка в целом (его макросторона). Оно получило известность как диктум (гипотеза) П. Самуэльсона.

В статье, написанной моим бывшим студентом Джименом Юнгом и мною, рассказывается о том, что мы обнаружили фактические данные, в определенной степени подтверждающие диктум Самуэльсона⁹. Мы отмечаем, что наиболее ярко избыточная волатильность проявляется на агрегированном фондовом рынке. Однако его флуктуации по доходам или дивидендам никогда не бывают слишком сильными; они всегда следуют тренду — он прерывается лишь изредка и на короткое время, когда та или иная динамика сменяется на противоположную, что занимает несколько лет, — и не должны оказывать значительного влияния на цены акций. Таким образом, мы не имеем возможности получить достоверную информацию, которая могла бы использоваться для прогнозирования отклоняющихся от тренда существенных будущих изменений доходов или дивидендов в масштабах экономики. И поэтому, если мы говорим о фондовом рынке некоей страны в целом, доминирующей темой остаются образующиеся на нем «мыльные пузыри»¹⁰.

Однако если мы обратимся не только к агрегированному фондовому рынку, но и присмотримся к отдельным акциям, то обнаружим гораздо более значительные изменения (если мы их выразим в процентах) в величине дивидендов. Даже если эти акции являются такими же уязвимыми перед лицом бумов и крахов, до определенной степени предсказуемые значительные изменения в фундаментальных показателях служат оправданием флуктуаций коэффициента цена/прибыль.

Например, Дж. Юнг и я рассмотрели акции, по которым еще никогда не выплачивались дивиденды. Как

9. Jung and Shiller (2005).

10. Shiller (1981).

правило, это «молодые» акции, эмитированные относительно новыми компаниями, пребывающими в надежде, что они вознаградят своих инвесторов дивидендами в недалеком будущем. В соответствии с теорией эффективных рынков, со временем акции, по которым не выплачиваются дивиденды, будут демонстрировать относительно большее увеличение цены по сравнению с акциями других компаний, что позволит компенсировать инвесторам отсутствие дивидендного дохода. Мы обнаружили, что акции компаний, по которым не выплачиваются дивиденды, действительно *приносят* в среднем более высокие доходы от прироста капитала. Рынок должен о чем-то знать; если стоимость этих акций оценивается с учетом знания о том, что они будут оценены по более высокой ставке, то они действительно, как правило, оцениваются по более высокой ставке. Так что оценка имеет смысл.

В научном исследовании под названием «Что движет биржевой прибылью на уровне фирмы?» финансовый аналитик Туом Вуолтинахо, используя данные ежегодных наблюдений за 36 000 фирм в 1954–1996 гг., предпринял попытку оценить крупную выборку американских акций. Он пришел к выводу, что примерно две трети изменений цен на акции отдельных компаний может быть приписано реакции на достоверную информации о будущих денежных потоках фирм и только одна треть — изменениям в установках инвестора по отношению к риску и времени. Т. Вуолтинахо не останавливается на возможных причинах изменения этих установок, но, как представляется, в их число могут входить спекулятивные «мыльные пузыри» или другие факторы, воздействующие на готовность инвестора к платежу, такие как новая мода или новые поветрия в инвестировании, изменения в ликвидности, общественная известность отдельных акций, рыночное манипулирование или изменение в доступности акций, которые могут продаваться без покрытия. Впрочем, поскольку эти факторы ответственны лишь за одну треть изменений

в ценах индивидуальных акций, Т. Вуолтинахо утверждает, что они должны объясняться прежде всего с точки зрения информации о будущем¹¹.

В своем президентском послании к Американской финансовой ассоциации Фишер Блэк, соавтор модели ценообразования опционов Блэка — Шоулза, писал, что в том случае, если мы будем правильно определять «эффективность», применение теории эффективных рынков к фондовому рынку «представляется разумным». В соответствии с его определением, «эффективность» означает, что цены акций отдельной компании на протяжении почти всего рассматриваемого периода времени варьируются в диапазоне от половины до удвоенной истинной стоимости. «Почти весь», в свою очередь, определяется как «по крайней мере 90%»¹². Как представляется, суждение Ф. Блэка приблизительно соответствует оценке Т. Вуолтинахо.

Согласно моей интерпретации имеющихся фактических данных, финансовые рынки несовершенны. Весьма значительная доля изменений цен индивидуальных акций не может быть объяснена с точки зрения чего-то, что имело бы разумный экономический смысл, по крайней мере, так как мы его сегодня понимаем. На рынке часто зарождаются «мыльные пузыри», и если уж они появляются, то блистают всеми цветами радуги. В то же время вариабельность цен индивидуальных акций или других индивидуальных активов *имеет* достаточный смысл для того, чтобы рынок оставался в высшей степени важным источником информации о направлениях использования ресурсов.

11. Vuolteenaho (2002). См. также Cohen et al. (2003).

12. Black (1986): 533.

Неравенство и несправедливость

У НАС есть все основания для того, чтобы верить в достаточную полезность финансовых рынков. Между тем прекрасная финансовая инфраструктура пока не позволила построить гармоничное общество нашей мечты. У нас сохраняется огромная экономическая несправедливость со всеми присущими ей уродливыми чертами, когда некоторые члены общества вынуждены преодолевать новые и новые трудности, в то время как другие пребывают в неге и холе. Определенная степень неравенства несет с собой множество положительных последствий с точки зрения мотивации и стимулирования. Но значительное неравенство в обществе и его углубление сопровождается огромным количеством проблем.

Неприятие обществом неравенства уходит корнями в глубокую древность. Согласно данным научных исследований, неприятие несправедливости присуще даже нашим отдаленным предкам, нечеловекообразным приматам¹.

Наиболее ярко это неприятие проявляется сегодня в прокатившихся по всему миру протестах, ассоциируемых с движением «Занимай Уолл-стрит» и ему подобными. Несправедливость распределения ресурсов в условиях финансового капитализма — одна из важнейших тем социальной критики. Растущее неравенство вызывает обоснованное беспокойство, и нам необходимо

1. Brosnan (2009).

найти решение этой проблемы. Вместе с тем несправедливое распределение богатства отнюдь не является *необходимым* результатом функционирования финансового капитализма. Правильная политика государства предоставляет нам возможность использовать различные выгоды современных финансов, не допуская чрезмерного неравенства. Прежде чем «перепрыгивать» к необоснованным поспешным выводам, необходимо досконально изучить отношения между финансами и нашими проблемами с неравенством.

Финансы и несправедливость

Все выглядит так, что мы способны не только жить рядом с богатыми людьми, но и восхищаться ими. Если мы воспринимаем богатство как честно заработанное или заслуженное, чувства несправедливости не возникают. Сама по себе осведомленность публики о неравенстве не вызывает обязательно проявлений ярости и гнева, сопровождающих террористические или антиобщественные действия².

Студент колледжа, которому пришла в голову интересная деловая идея, бросает учебу, основывает компанию, получает финансирование, несмотря на то что находится вне деловой системы, и быстро становится миллиардером. Похоже на то, что его образ не вызывает у окружающих ни малейшего чувства обиды. Большинство людей с интересом познакомятся с его историей. Наибольшее негодование вызывают целые социальные классы, представители которых год за годом, поколение за поколением, сосредоточены исключительно на приумножении своих состояний втайне от налоговых инспекторов.

Широкое распространение получило в обществе скептическое отношение к людям, которые приобрели

2. Krueger (2007).

огромное богатство благодаря финансовым сделкам или очень высокому денежному вознаграждению, назначаемому высшим руководителям компаний. По мнению многих, такое богатство в значительной степени считается незаслуженным.

Как богатство связано с финансами

В соответствии с широким определением финансов (см. введение), большая часть богатейших людей мира связана со сферой финансов. В рейтинге *Forbes* 400 представлены самые состоятельные американцы. Все они миллиардеры, их подавляющее большинство действительно имеют связь с финансами в том смысле, что они отвечают за деятельность крупных предприятий, часто выходящих на финансовые рынки и участвующих в различных сделках³. При этом финансы, как правило, не являются специальностью этих людей: только для четверти из участников списка основным источником богатства стали инвестиционные и хедж-фонды, приобретения контрольных пакетов акций корпорации с помощью кредитных средств, страхование или другие виды специализированной финансовой деятельности. Но несмотря на то, что эти люди могут возглавлять предприятия, выпускающие самые обычные товары, их производственная деятельность осуществляется в таких масштабах, что они неизбежно вовлекаются в финансовую сферу.

Кроме того, журнал *Forbes* публикует рейтинг 100 американских знаменитостей на основании разнообразных факторов присутствия в общественном пространстве (включая доход), а не на размерах состояний⁴. В обо-

3. Анализ основывается на 30-м ежегодном списке *Forbes* 400, опубликованном в номере журнала за 10 октября 2011 г. Список можно найти по адресу <http://www.forbes.com/forbes-400/list/>.

4. <http://www.forbes.com/wealth/celebrities/list>.

их списках присутствуют только трое: Опра Уинфри, Дональд Трамп и Стивен Спилберг, что объясняется их «двойной жизнью» — как менеджеров и как артистов. Но большую часть времени каждый из этих персонажей управляет крупными империями развлечений. Быть знаменитым человеком — это не то же самое, что быть богатым, и финансы сами по себе не служат дорогой к публичной славе.

В большинстве случаев для достижения богатства миллиардеры из рейтинга *Forbes* 400 использовали те или иные специальные знания. При этом нельзя сказать, что они часто вносят важный вклад в интеллектуальную или творческую сферу. В рейтинге нет ни одного известного ученого. Вы не найдете в нем и ни одного лауреата Нобелевской премии (возможно, Нобелевский комитет не видит особого смысла в том, чтобы любой из этих миллиардеров стал богаче еще на 1,5 миллиона долларов).

В списке присутствуют несколько авторов прекрасно распродаваемых книг, но даже они попали в него только благодаря своим деловым предприятиям. Если вы попытаетесь найти на сайте *Amazon.com* произведения Опры Уинфри, Дональда Трампа и Стивена Спилберга, вам предложат на выбор множество их книг, написанных с самыми разными соавторами. Вероятно, эти книги — неотъемлемая часть медийных и развлекательных предприятий знаменитостей.

Очень похоже, что их богатство связано не только с художественным творчеством, но и с крупномасштабной финансовой деятельностью. Например, Опра Уинфри владеет сетью кабельного телевидения *Oprah Winfrey Network (OWN)* и журналом *O, The Oprah Magazine*. Дональд Трамп непосредственно занимается финансами, так как ему принадлежат компании *Trump Organization* и *Trump Entertainment Resorts*. Стивен Спилберг — не только кинопродюсер и режиссер; но и один из соучредителей *DreamWorks Studios*, которая финансирует съемки и осуществляет дистрибуцию кинофиль-

мов, производит видеоигры и телевизионный продукт. В 2005 г. DreamWorks была приобретена компанией *Paramount Pictures* за 1,6 миллиарда долларов.

Как мы уже упоминали, финансы представляют собой очень мощный инструмент, так как они обладают способностями к аккумулярованию капитала, объединению информации, координации действий и стимулированию людей. Неудивительно, что они занимают центральное место в жизни самых богатых людей. Состояния последних были созданы не только благодаря их собственным усилиям и талантам. Еще одним важнейшим их источником во многих случаях выступает способность богатых людей создавать и вести за собой крупные эффективные организации, состоящие из многих других талантливых личностей.

Возможные «мыльные пузыри» в финансовом вознаграждении

Остается загадкой, почему и как перед теми, кто связан с финансами, открылись возможности обретения сказочных богатств, явно выделяющие их на общем фоне. Неужели ни один ученый в мире не способен получить патент на идею, который бы позволил ему превзойти финансистов? К сожалению, все выглядит так, словно ученые лишены такой возможности. Страшно далеки они от рейтинговых вершин *Forbes*. Почему?

Ответ заключается отчасти в том, что развитие финансов в последние десятилетия носило аномальный характер. Возможно, что вознаграждение за труд в сфере финансов проходит стадию спекулятивного «мыльного пузыря». Или разворачивается процесс приспособления оплаты труда к новой технологии. В общем, существует вероятность того, что в будущем уровень заработной платы в финансах будет скорректирован. В соответствии с данными исследования, проведенного в 2008 г. Томасом Филиппоном и Ариэлем Решефом, в послед-

ние десятилетия в сфере финансов произошло резкое увеличение заработной платы⁵. Сделанный учеными анализ показал, что около 1930 г. (примерно во время пика на фондовом рынке в 1929 г.) денежное вознаграждение в финансах находилось на необычно высоком уровне. Однако вскоре его размер значительно снизился, и на протяжении приблизительно половины столетия оплата труда финансистов оставалась не слишком высокой. В рассматриваемый период в финансах существовало множество низкооплачиваемых должностей. Как подчеркивают Т. Филиппон и А. Решеф, в начале 1930-х гг. занятые в финансовых профессиях люди имели высокий, в среднем, уровень образования, впоследствии снизившийся; он снова вырос лишь в последние десятилетия. Таким образом, мы можем предположить, что рост оплаты труда в финансах обусловлен не просто образованием «мыльного пузыря», а отражает реальное изменение в составе финансовой рабочей силы. В любом случае полученные учеными результаты не позволяют нам торопиться с выводами, безоговорочно утверждая, что, поскольку занятые в сфере финансов люди получают высокое денежное вознаграждение сейчас, оно будет всегда оставаться высоким.

Впрочем, Т. Филиппон и А. Решеф изучали уровень оплаты труда рядовых специалистов, а не самых богатых финансистов. Наиболее вероятной представляется ситуация, что до тех пор, пока государственная политика не приведет к изменению «ландшафта» в целом, финансы по-прежнему будут продуцировать небольшое количество архисостоятельных людей.

Рассматривая сверхбогатых людей, нам придется возвратиться к вопросу о фундаментальной природе финансовых сделок. Организатор таких сделок обладает властью, которая может быть еще более приумножена посредством распоряжений, распространяющихся

5. Philippon and Reshef (2008).

на огромные количества людей. Ученые же — это ученые, а не финансовые организаторы. Столь ценные для них самих достижения в сфере исследований зависят прежде всего от коллегиальности и профессиональной этики.

Данная ситуация довольно часто рассматривается как проявление несправедливости, но она ни в коем случае не является экстремальной. Большинство ученых воспринимают свою жизнь как весьма комфортную, так как они занимаются тем, что они действительно хотят делать, тем, что им интересно. При этом жизнь ученых обогащают продукты, предоставляемые людьми, получающими от своего труда существенно меньшее удовлетворение. Положение может быть улучшено, но это потребовало бы от общества затрат на полное устранение неравенства.

Семейные династии

Причина возникновения чувства несправедливости, связанного с неравным распределением богатства, отчасти заключается в том, что оно воспринимается как принадлежность семейной династии, когда дети успешных деловых людей приобретают огромные состояния независимо от своих собственных заслуг. Некоторые из этих детей (например, Дональд Трамп) стали продолжателями семейного дела. Однако, согласно имеющимся данным, дети основателей управляют не более чем одной третью предприятий семейного бизнеса, а внуки — не более чем одной десятой семейных компаний⁶. Тем не менее последующие поколения успешных деловых людей остаются богатыми людьми.

Возможность сделать своих детей и внуков состоятельными людьми, которые, вероятно, продолжат семейное дело, сохраняет огромное значение для многих

6. Stanley (1991): 271.

из тех, кто начинает новые предприятия. Это чувство остается живым, несмотря на то что, по данным исследований, дети, получавшие в наследство крупные состояния, нередко испытывают, в определенной степени, чувство утраты смысла жизни. В частности, дети очень богатых людей демонстрировали «нараставшие расстройств в нескольких областях, таких как злоупотребления алкоголем и наркотиками, тревожность и депрессии»⁷.

И все же мечта о создании семейных династий остается «вечно живой». Карл Маркс и Фридрих Энгельс провозгласили в «Манифесте коммунистической партии» лозунг «уничтожения семьи»⁸. Несмотря на это, руководители самых «твердокаменных», доживших до наших дней, коммунистических режимов, стремятся сохранить власть в семье. Например, бывший лидер Северной Кореи Ким Ир Сен «помазал на руководство» своего сына Ким Чен Ира, преемником которого стал сын последнего Ким Чен Ын. Даже истинный коммунист Фидель Кастро избрал в качестве своего наследника как правителя Кубы родного брата Рауля.

Демонстративное потребление

Во многих случаях причиной негодования общества становится стремление представителей богатых семейств к «показухе» — к экстравагантным расточительным тратам ради «себя любимых». Со стороны прекрасно видно, что потребление «подпитывает» их эго. Одновременно оно помогает в передаче социального статуса новому поколению, обеспечивая детям начальное преимущество в борьбе за более высокий «ранг в иерархии стаи».

Тенденция к показному потреблению сохраняется на протяжении тысячелетий, уходя корнями в Древние

7. Luthar and Latendresse (2005).

8. Marx and Engels (1906 [1848]): 39.

Грецию и Рим. Уже тогда были приняты первые сумптуарные (регулирующие расходы) законы, прямо запрещающие определенные формы расточительного потребления. Например, в VII в. до н. э. в Древней Греции, в соответствии с законами Ликурга, ношение экстравагантной одежды и ювелирных украшений дозволялось только проституткам. Кроме того, издавна практиковались сумптуарные налоги, представляющие собой специальные акцизные сборы, которыми облагались предметы демонстративного потребления.

Нельзя не упомянуть о трудностях, с которыми сопряжено исполнение сумптуарных законов и взимание соответствующих налогов, препятствующих расходам, вызывающим раздражение большей части общества. Еще в XVIII столетии один из современников замечал, что эти законы «ничего не значат, поскольку роскошь проявляет себя в таких объектах, которые не предвидели и не могли предвидеть наши законодатели»⁹. Содержание таких законов, как правило, становилось предметом насмешек, а в наши дни широкое распространение получила точка зрения, согласно которой их положения противоречат свободе личности. И все же сумптуарные законы принимаются снова и снова на протяжении тысячелетий, что отражает устойчивое отвращение, испытываемое обществом по отношению к экстравагантности богатых людей.

Необходимость существования чего-то вроде сумптуарных законов и налогов может быть обоснована и экономической теорией. Она была предложена в 1899 г. Торстейном Вебленом в книге «Теория праздного класса», а ее экономическая часть была расширена Джорджем Акерлофом и другими экономистами-теоретиками¹⁰. Многие люди тратят огромные деньги на потребление не для того, чтобы получить удоволь-

9. De Lazowski (1788): 689.

10. Veblen (1899); Akerlof (1976).

стве от него; их основная цель — просигнализировать другим о своем статусе. Данная практика получила название демонстративного потребления, поскольку ее ценность для потребителя зависит от того, насколько она позволяет упрочить свои собственные позиции относительно других людей. Как убедительно показал социальный психолог Леон Фестингер, предложивший в 1954 г. «теорию процессов социального сравнения», люди постоянно инстинктивно сравнивают себя с другими представителями рода человеческого и получают огромное удовольствие от того, что превосходят других в чем-либо¹¹. В большинстве случаев в качестве объектов для сравнения люди выбирают близких по социальному положению индивидов, стремящихся к достижению сходных вещей, игнорируя тех, кто делает сравнимые вещи значительно лучше или значительно хуже, а также тех, кто значительно отличается от других с точки зрения используемых показателей успеха.

Сравнения происходят в значительной степени подсознательно, и поскольку подобные сравнения, в общем, осуждаются, то многие люди лгут себе и другим, что они ничего подобного не делают. Согласно другой теории Л. Фестингера — теории когнитивного диссонанса, мы видим, что людям часто удается убедить себя в том, что они получают удовольствие от позиционного потребления, поскольку используемые блага хороши сами по себе; они якобы испытывают удовольствие, которое носит внутренний, а не позиционный (внешний, демонстративный) характер. Это отнюдь не означает, что люди не способны на ценностные суждения, независимые от статусных соображений. Просто последние, очень часто на подсознательном уровне, обуславливают искажения оценок, воздействующие на суждения людей.

Многие из тех, кто не желал слышать обвинений в столь низких мотивах своего поведения, всегда восприни-

11. Festinger (1954).

мали эту теорию как противоречивую вплоть до отталкивающей, даже если обвинители признавали наличие у демонстративных потребителей определенных достоинств. Мы не должны придавать теории социальных сравнений слишком большое значение, поскольку людям в равной степени присущи симпатические и коллективистские аспекты. Но нельзя не признать, что к настоящему времени данная теория занимает как никогда твердое положение. В 2007 г. нейробиологи выявили область головного мозга (вентральный стриатум), активизирующуюся особенно сильно после получения награды в тех случаях, когда находящиеся поблизости люди были лишены аналогичного подкрепления¹². Тем самым под теорию социального сравнения была подведена материальная основа.

Современный вариант сумптуарных законов предполагает введение прогрессивных налогов на потребление, когда в качестве базы исчисления платежа используются не доходы индивида, а объем его потребления. Кроме того, чем выше уровни потребления, тем выше устанавливаются ставки взимания налога. В 1995 г. такой налог предложили ввести в США сенаторы Сэм Нанн (демократ) и Пит Доменичи (республиканец). Введение прогрессивного налога на потребление равнозначно введению сумптуарного налога. Отличие между ними состоит в том, что первый применяется достаточно широко, ко всем уровням потребления, а не только к потреблению отдельных товаров или услуг. По мнению экономиста Роберта Франка, замена подоходного налога налогами на потребление и роскошь позволила бы ограничить демонстративное потребление¹³.

Переход от прогрессивного подоходного налога к схожему с ним прогрессивному налогу на потребление может оказаться неплохой идеей, поскольку получение крупных доходов становится ненаказуемым. На-

12. Fliessbach et al. (2007).

13. Frank (2011).

лог на потребление просто не поощряет последующие чрезмерные расходы, что может побуждать получателей высоких доходов к сбережениям, благотворительности или к тому и другому вместе взятым.

Введению прогрессивного налога на потребление препятствует ряд серьезных проблем. Например, в случае принятия решения о переходе к новому налоговому режиму возникают трудности с эффективным сокращением налогов, уплачиваемых людьми с наиболее высокими доходами, а также с управлением удержанием налога на доход, поскольку ответственное удержание должно будет зависеть от неизвестного будущего потребления¹⁴. Ни сумптуарный налог, ни прогрессивный налог на потребление не являются простым и очевидным решением проблемы расточительного и вызывающего негодование общества демонстративного потребления. Но мы не имеем права забывать об этих идеях, так как они могут лечь в основу государственных финансовых инноваций, возможно, в несколько измененной форме или в случае использования новых достижений в информационных технологиях.

Налоги на наследство

Независимо от того, испытывают ли богатые люди даже слабое чувство связанности со своими соотечественниками или нет, граждане страны будут уверены в его присутствии. Распределение богатого наследства между детьми выглядит довольно эгоистичным делом, особенно в тех случаях, когда наследники не заслуживают ро-

14. М. Граец перечисляет восемь практических проблем, связанных с прогрессивным налогом на потребление, и приходит к выводу о том, что до тех пор, пока эти проблемы не будут решены, прогрессивный персональный налог на потребление должен оставаться в нижней части перечня политических приоритетов. См. Graetz (1979): 1661.

дательских денег, по крайней мере, по мнению других людей. Взимание налога на наследство — один из наиболее эффективных способов восстановления в обществе чувства справедливости. И поэтому во многих странах установлены очень высокие налоги на состояния, переходящие наследникам после смерти их первоначальных владельцев.

Агрессивная политика в сфере налогообложения наследства позволяет в значительной степени уменьшить экономическое неравенство. Однако здесь остается одна трудная проблема: во многих случаях важнейшей причиной, заставляющей людей «делать деньги», является возможность передать их своим детям. До некоторой степени стремление обеспечить благосостояние своих детей в будущем возникает на уровне инстинктов. Вероятно, у нас нет достаточных оснований рассматривать финансовое наследство как одно из фундаментальных выражений подобных инстинктов, но это желание снова и снова возникает в различных человеческих обществах.

Некоторые люди могут воспринимать налоги на наследство как крайне тяжелое бремя. Как известно, 1 января 2011 г. в США истек срок действия закона о временном упразднении федерального налога на наследство, после чего максимальная его ставка взлетала с 0 до 55%. Неудивительно, что в конце 2010 г. в различных средствах массовой информации все чаще стали появляться неподтвержденные истории о пожилых людях с плохим здоровьем, обращавшихся к своим врачам с просьбой о прекращении ухода за ними, так чтобы они могли проститься с жизнью до наступления нового года¹⁵. Член палаты представителей конгресса США от Вайоминга Син-

15. Американский конгресс принял соответствующий закон 16 декабря 2010 г. При этом не только восстанавливался налог на недвижимость, но и значительно расширялась база для расчета налога на прирост стоимости имущества. Так что утверждения о налоговых выгодах ухода из жизни в 2010 г., а не в 2011 г. выглядят весьма сомнительными.

тия Луммис говорила: «Если вы провели всю свою жизнь в строительстве ранчо, собираясь передать его по наследству детям, а теперь в возрасте 88 лет вам назначен диализ, и это единственное, что удерживает вас на этом свете, вы, возможно, примете то же самое решение»¹⁶.

С. Луммис совершенно права: некоторые люди посвящают всю свою жизнь тому, чтобы обеспечить благосостояние своих детей. И мы не можем не признать, что эта цель чрезвычайно далека от понятия зла. Однако здесь и возникает основа для достаточно серьезного конфликта. В случае если родители успешно достигают своей цели и готовы передать потомству значительное наследство, возникает ситуация общественного недовольства, возмущения несправедливостью.

Устранить этот достаточно сложный конфликт практически невозможно. Наилучшее решение, скорее всего, заключается в установлении ставки налога на наследство на некоем промежуточном уровне, не допуская ни полной конфискации богатства после смерти его владельца, ни его передачи наследникам в полном объеме. Данное решение примерно соответствует мнению большинства людей. Необходимо предоставить людям возможность исполнить естественное желание оставить своих детей богатыми, но установить некие пределы осуществлению этого стремления. В соответствии с данными опроса, проведенного в 1990 г. Максимом Бойко, Владимиром Коробовым и мною, граждане США и СССР, то есть люди, живущие в значительно отличающихся друг от друга экономических традициях, придерживаются одного и того же мнения о величине ставки налога на наследство. По мнению респондентов, она должна быть установлена на уровне примерно 30%¹⁷.

Истории, когда только для того, чтобы заплатить налог на наследство, американцы вынуждены были от-

16. Цит. по: Tarlow (2010).

17. Shiller et al. (1991).

казываться от семейных ферм, продавая их и переезжая в городские квартиры, — настоящие трагедии. Ведь тем самым меняется весь семейный уклад, образ жизни семьи, возможно, для нескольких ее поколений. Одновременно мы не имеем права сбрасывать со счетов возмущение общества несправедливостью, когда дети состоятельных людей на неопределенный срок получают принадлежавшее их родителям богатство.

Форма налога на наследство, за которую выступает большинство людей, позволяет богатым людям оставить детям ранчо или семейную ферму. В этом случае родители воспринимаются как люди, передающие детям не только свое состояние, но и обязанности, наполненную смыслом деятельность. Но передача ответственности и осмысленной работы отнюдь не обязательно должна сопровождаться и переходом вместе с ними богатства. Люди, о которых говорила конгрессмен С. Луммис, видимо, могли заплатить в 2011 г. любой, самый высокий налог на наследство и взять ипотечный кредит на приобретение фермы, выплачивая его в течение долгих-долгих лет. Финансы предлагают множество самых разных решений на любой вкус. Если ранчо действительно имеет для семьи огромное значение, она, очевидно, могла бы найти финансовую стратегию, которая открыла бы возможность сохранения привычного образа жизни.

Индексация налогов по неравенству или страхование от неравенства

Помимо налога на наследство, одним из наиболее действенных инструментов, используемых обществом в борьбе с неравенством, является система прогрессивного подоходного налога. Отличительная ее черта — увеличение ставки налога в соответствии с повышением уровня дохода. Тем самым на долю людей с высокими доходами приходится непропорционально большая доля налоговых поступлений; при этом значи-

тельная их часть или направляется непосредственно малообеспеченным, или, по крайней мере, обобществляется ими. Более того, разнообразные государственные расходы (на образование, на предоставление общественных благ) обобществляются в равной мере всеми членами общества. С течением времени системы подоходного налога стали гораздо более сложными с точки зрения управления неравенством. Например, в налоговых системах США и других стран появились различные формы «налоговых зачетов за заработанный доход», когда подоходный налог работников, получающих низкую заработную плату, становится отрицательным¹⁸.

Как ни странно, но при создании различных систем подоходного налога практически никогда не ставилась задача управления неравенством. В налоговом кодексе слово *неравенство* вообще отсутствует. Неудивительно, что беспорядочное воздействие на экономическое неравенство, оказываемое налоговой системой, выступает как своего рода побочный продукт декларировавшихся государством целей. Налоговое законодательство написано так, что оно не позволяет откликаться на изменения в уровне экономического неравенства.

Я уже предлагал, чтобы в будущем государства индексировали свои налоговые системы в зависимости от уровня неравенства¹⁹. В случае введения этой индексации (я предложил и второй вариант названия — «страхование от неравенства») государство отказывается от законодательного установления постоянных ставок подоходного налога для каждого разряда налогооблагаемых лиц и вводит формулу, которая должна «привязать» ставки налогов к статистическим показателям неравенства до налогообложения. Если неравенство по доходам углубляется, налоговая система автоматиче-

18. Дотация к заработной плате могла использоваться для увеличения и упорядочивания налоговой льготы на трудовой доход. См. Phelps (2007).

19. Shiller (2003).

ски становится более прогрессивной. В этом и заключается «финансовое» решение проблемы неравенства в том смысле, что схема индексации вводится *до того*, как мы узнали о том, что неравенство в доходах будет углубляться, и *до того*, как люди поймут, к кому именно будет эффективно применена более высокая ставка налога. Предлагаемая схема индексации предназначена для управления *риском*, риском углубления неравенства в доходах до того, как это событие действительно произошло (в данном случае действует принцип договора страхования). И действительно, индексация неравенства может рассматриваться как один из видов страхования — страхования от неравенства.

Проект схемы индексации неравенства может предусматривать либо постепенное уменьшение его глубины, с выходом в конечном итоге на более приемлемый его уровень, либо замораживание на текущем уровне, не допуская ухудшения ситуации. Второе решение — наиболее приемлемое с политической точки зрения. Схема может быть спроектирована так, что существующее неравенство в доходах будет сохраняться вечно, но значительное его *углубление* не допускается. В конце концов, если бы такая система не оказывала немедленного воздействия и не предоставляла возможностей изменения нынешнего общественного устройства, это существенно облегчило бы привыкание людей к индексации налогов по неравенству. У них оставалась бы такая же возможность разбогатеть, которая имеется у нас с вами, и еще — перспективный план недопущения углубления неравенства в доходах. Если степень неравенства будет оставаться неизменной или она уменьшится, не возникнет и необходимости в применении схемы индексации по неравенству.

В 2011 г. совокупное богатство участников списка Forbes 400 составило 1,5 триллиона долларов, или 2,6% чистой стоимости активов всех домохозяйств США²⁰.

20. Forbes, October 10, 2011, p. 218. В соответствии со счетом движения капитала ФРС в IV квартале 2011 г. чистая стоимость активов

Это относительно малая доля совокупного общественного богатства с учетом того, что большинство из тех, кто присутствует в списке, вносят значительный вклад в благосостояние общества, управляя крупными предприятиями. Данная степень неравенства представляется приемлемой; по крайней мере, она не требует принятия важных политических решений. Но неравенство в доходах американцев может углубиться. Какая степень концентрации экономических благ является допустимой? Вероятность того, что 400 самых богатых людей Америки владели бы большей (возможно, гораздо большей) долей нашего национального богатства, непропорциональной их вкладу в общественное благосостояние, представляется неприемлемой. Если бы такие изменения действительно произошли, их невозможно было бы приписать внезапному изменению распределения талантов и способностей в генах богатейших. Не вызывает сомнения, что подобное изменение было бы воспринято обществом как несправедливость.

Было бы целесообразно заранее узаконить ситуативные планы, направленные на предотвращение углубления неравенства в доходах, чем бы оно ни было вызвано, чем ждать, пока оно станет реальностью. Точно так же гораздо проще *заранее* застраховать дом, не дожидаясь, когда в нем начнется пожар. В соответствии с этим принципом, нам следовало бы направить усилия на разработку налоговой системы, не допускающей углубления неравенства, а не тратить их на устранение отрицательных последствий растущего разрыва в доходах. Если когда-нибудь наступит день, когда класс богатых людей в США значительно расширится, эти люди едва ли согласятся с перспективой уменьшения своих доходов, остающихся после уплаты налогов, и, обладая достаточной экономической мощью, направят усилия на лоббирование законов, обеспечивающих со-

американских домохозяйств составляла 57,4 триллиона долларов, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-5.pdf>.

хранение своего статуса. Именно поэтому механизмы недопущения углубления неравенства необходимо создавать и внедрять в действие уже сейчас, а не позже, чтобы воспрепятствовать началу лоббистского цикла. К тому же мы получим возможность ограничить влияние лоббистов, деятельность которых рассматривалась в части I. Изменение налоговых законов *postfactum* будет восприниматься как несправедливость. Следовательно, мы уже сейчас должны найти решение потенциальной проблемы.

Формула индексации по неравенству может быть принята в качестве политического *quid pro quo* в рамках той или иной политики экономического роста, поскольку она изначально носит противоречивый характер, определяемый ее возможными последствиями с точки зрения углубления неравенства в доходах. Она способствовала бы повышению среднего экономического благосостояния, а также позволяла бы управлять связанными с этим процессом рисками.

Леонард Бурмен из Сиракузского университета и я провели анализ гипотетических последствий введения индексации по неравенству, если бы она была введена много лет назад²¹. Мы обнаружили, что в случае ее введения в США в 1979 г. открылась бы возможность «заморозки» неравенства по доходам после вычета налогов на существовавшем тогда уровне, а предельная налоговая ставка подоходного налога для лиц, получавших высокие доходы, увеличилась бы до экстраординарно высокого уровня, превысив 75%. Полученные результаты неоспоримо свидетельствуют о том, насколько сильно ухудшилось в США в наши дни положение с экономическим неравенством. Мы полагали, что полная индексация по неравенству могла быть отвергнута как слишком сильное «лекарство», и предложили частичную индексацию как один из инструментов общей атаки на ве-

21. Burman et al. (2007).

дущие к углублению неравенства случайные экономические влияния. Помимо частичной индексации, мы предлагали использовать и другие схемы страхования и хеджирования. При этом не следует забывать о необходимости разработки и применения, пусть в ограниченном масштабе, схемы индексации по неравенству, что позволило бы минимизировать последствия эффектов, поощряющих зависимость населения от социальных выплат или предлагающих сильные стимулы к иммиграции или эмиграции.

Необходимость последовательности в своих действиях и применения финансовой теории

Прогрессивный подоходный налог, налог на наследство и, возможно, прогрессивный налог на потребление — важнейшие инструменты, используемые для борьбы с чрезмерным экономическим неравенством. Ответственность самых разных стран мира испытывает немалые тревоги в связи с неравенством. Неудивительно, что некоторые из перечисленных выше налогов нашли широкое применение в экономической политике.

В то же время усилиям, которые различные общества направляют на борьбу с неравенством, не хватает системности. И дело даже не в том, что мало кто готов открыто признать, что в определенной степени неравенство является благом, а некоторые люди должны получать значительное вознаграждение за свои успехи в бизнесе (или достижения их родителей). Общество должно систематически налагать некоторые ограничения на экономическое неравенство и своевременно пересматривать их. Поскольку этот принцип никогда не применялся на практике, в реальной жизни, общество никогда не рассматривало последствия системного и целостного осуществления налоговой политики, принимая во внимание все ее аспекты. Неудивительно, что

богатые люди инстинктивно выступают против любого увеличения налогов в их отношении из опасения, что даже самая малая уступка способна перерасти в беспорядочную серию решений об утяжелении налогового бремени, которые в своей совокупности способны привести к установлению конфискационного налогообложения.

Меры, направленные на достижение некоего приемлемого уровня экономического неравенства, должны осуществляться целостно, исходя из четко сформулированных целей. В этом смысле схема индексации по неравенству может рассматриваться как пробный шар для идеи в целом. Может оказаться так, что у нее найдутся те или иные недостатки. Но эта схема представляется нам наглядной иллюстрацией принципа, согласно которому нам необходимо создание более сложной системы налоговых ставок, основывавшейся на теории управления рисками и поведенческой экономике. Изменению нашей налоговой системы по-прежнему препятствует импульс к традиционным хорошо знакомым решениям. Однако, учитывая быстрое развитие информационных технологий в эпоху, когда компьютеры все более широко используются для расчета наших налогов и позволяют заполнять налоговые декларации в электронном виде (не вызывает сомнений, что автоматизация процесса уплаты налогов будет развиваться и далее), у нас появляется возможность внедрения в налоговую систему усовершенствований, направленных на повышение скорости ее отклика и расширение возможности учета различных нюансов. Это позволит нам еще дальше продвинуться в направлении создания идеального государства — такого государства, в котором людям будут гарантированы основы экономической справедливости.

Проблемы с филантропией

ПОЧЕМУ филантропические пожертвования (на благотворительность, религиозные цели, на художественную, научную, экологическую, образовательную деятельность и т. д.) не приобрели более широкого масштаба? В 2010 г. в США частные лица и организации использовали на филантропию всего 2,2% национального дохода¹. Казалось бы, нация способна пожертвовать на благие дела существенно больше. Если немного задуматься, то естественным образом напрашивается единственный вывод: мы страдаем от того, что экономисты назвали бы убывающей предельной полезностью потребления (имеется в виду, что никто на самом деле не способен потратить значительное количество богатства). Одновременно всегда найдутся люди, в данный момент пребывающие в большой нужде. Почему окружающие не видят этого и не приходят на помощь бедствующим?

Благотворительность — дело неблагодарное. Во многих случаях пожертвования становятся реакцией на непосредственное социальное давление². Считается, что

-
1. По данным Центра филантропии университета Индианы в III квартале 2011 г. расходы на благотворительность в США составили 290,89 миллиарда долларов, или 2,2% национального дохода за III квартал, что следует из счетов национального дохода и продукта, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=43&Freq=Qtr&FirstYear=2009&LastYear=2011>.
 2. С. Делла Винья и его коллеги провели исследование, в котором потенциальным донорам из экспериментальной группы было разрешено не только уклоняться, но и вступать в конфронта-

люди с большей готовностью откликаются на призывы благотворительных организаций, предлагающим в обмен на пожертвование толику престижа, так как будто она действительно имеет значение³. Довольно трудно вообразить, что подобное пожертвование, мотивированное желанием избежать осуждения со стороны других людей или произвести на них впечатление, может быть столь же ценным вознаграждением, как пожертвование во исполнение собственных нравственных стремлений.

Одна из проблем, возникающих при мотивации к пожертвованиям в отсутствие внешнего давления или вознаграждения, заключается в недостаточном чувстве исполнения желаний, когда индивид, делающий взнос в адрес благотворительной организации не получает реальной благодарности от реципиентов (он едва ли встретится с людьми, которым будет передан его дар или часть его). Как показали психологи, простая статистика человеческих страданий не является сильным мотивирующим фактором к благотворительным пожертвованиям. Люди должны видеть бедствия подобных себе; потребность должна иметь человеческое лицо⁴.

Значительная часть надежд, возлагаемых на благотворительность, как представляется, принимает форму национального чувства общности. Гражданин испытывает чувство ответственности по отношению к своим соотечественниками, будто вся *страна* — его семья. Как утверждает политолог Бенедикт Андерсон, современное государство-нация является «воображаемым сообществом», приходящим на место семьи⁵. Тем не менее оно остается *воображаемым*, так как граждане государ-

цию с представителем благотворительной организации. Общая суммы пожертвований оказалась гораздо ниже, чем в контрольной группе, члены которой были лишены такой возможности. См. Della Vigna et al. (2011).

3. Harbough (1998).

4. Small et al. (2007).

5. Anderson (1991).

ства никогда не встречались лично с большей частью соотечественников и не поддерживают с ними вообще никаких отношений.

Адвокаты соучастия с другими людьми сталкиваются с одной проблемой: все выглядит так, как будто условием проявления благородства и щедрости является чувство общности. Фридрих Хайек в опубликованной в 1944 г. книге «Дорога к рабству» указывал на «общую тенденцию к превращению коллективизма в национализм»⁶. Воображаемому сообществу необходимо неустанное внимание к тому, чтобы поощрять сочувствие своих членов к коллективистской политике или молчаливое согласие с ней. Когда в 1944 г. Ф. Хайек писал об этом, он, вероятно, имел в виду пример немецких национал-социалистов, нацистов. Но ученый был убежден, что продвижение идеи национального сообщества было общей тенденцией. Конечно, на словах социалисты могут уверять окружающих в своей приверженности идее международного движения, но их призывы к избирателям носят откровенно националистический характер.

Современным политическим лидерам удалось, используя самые разные приемы и методы, добиться возникновения чувства семьи у нации в целом. Очень многие граждане готовы пойти на немалые жертвы ради нее, так как будто речь идет об их семье. Однако чувство удовлетворения, которое приносит отношение к нации как к семье, наталкивается на определенные пределы. Каждому человеку снова и снова приходится сталкиваться с жестокой реальностью — все эти миллионы соотечественников ничего не знают о нем лично и не проявляют по отношению к нему ни малейшей заботы.

Наиболее распространенный процесс внесения средств на благотворительные цели приводит к тому, что филантропия воспринимается как вдвойне неблагодарное дело. Телефонный оператор, получающий пла-

6. Hayek (1944): 161.

ту от некоей благотворительной организации, звонит вам в обеденное время и начинает зачитывать текст сценария разговора, тщательно составленный профессиональным маркетологом. Платные консультанты, которым принадлежит авторство текста, имеют огромный опыт в телемаркетинге. Их произведения настолько убедительны, что в США местные власти требуют, чтобы благотворительные организации регистрировали их у прокурора штата или в отделе по благотворительным трастам.

Сценарий составлен так, чтобы обязательно, используя ту или иную тактику, «вытянуть» из абонента денежный взнос. Читателю, должно быть, хорошо знакома типичная реакция собеседника на другом конце провода, когда он сам испытывает сомнения в том, какую точную сумму в долларах он мог бы пожертвовать. Абонент слышит: «Я должен записать минимальную сумму, которой вы готовы пожертвовать». Вслед за этим, скорее всего, последует дополнительное объяснение, согласно которому организации необходимо знать, на какой бюджет она может рассчитывать. Очевидно, что реальная причина этой сценарной линии — знание того, что вопрос о сумме, которая должна быть внесена «черным по белому» в карточку с обещанием, становится мотивирующим фактором. Применяемые в процессе сбора пожертвований приемы вызывают ощущение того, что тобой манипулируют, даже у тех, кто целиком и полностью разделяет цели благотворительной организации.

Ощущение, что взнос в пользу благотворительной организации был сделан в результате манипулирования, «подмораживает» процесс в целом, умаляя чувства удовлетворенности достигнутым и целеустремленности, сопровождающие труд ради дохода, часть из которого направляется на благие дела. Напротив, человек, к которому обратились за помощью, ожидал, что ему удастся проявить творческие способности в поддержке усилий, направленных на достижение значимых и для него лично, соответствующих его ощущению

идентичности целей. И это вопрос не просто лично-го удовлетворения, но принципа. Люди, которые независимо от своих высоких или скромных доходов, хотели бы воспринимать свою жизнь как строительство или созидание чего-то ценного, способны более четко сосредоточить усилия на существенных (относительно своих доходов) дарах только в том случае, если количество общих дел не слишком велико. Только так они найдут время и энергию для того, чтобы продумать основания и причины, действительно идентифицируя себя с общими делами. В этом случае они будут действовать в соответствии с моральным императивом, направляя свои собственные ресурсы на своих собственных условиях на действительно значимое для них общее дело.

Упомянутое нами выше произведение Эндрю Карнеги «Евангелие богатства» вдохновило на благотворительность многих и многих людей. Пожалуй, наиболее известные среди них — Билл Гейтс и Уоррен Баффет, использовавшие «Евангелие богатства» как образец для своих собственных «публичных обещаний о дарении»⁷. Вспомним, что, как считал Э. Карнеги, нравственный долг каждого человека, добившегося огромного финансового успеха, — сравнительно рано выйти из дела и переключиться на управление целенаправленным использованием своего богатства во благо общества. Возникает вопрос: в чем могло бы заключаться продолжительное воздействие теории Э. Карнеги?

Несмотря на то что теория великого филантропа была создана более столетия назад, ее влияние оказалось не слишком сильным. Большинство самых богатых людей мира не желают лично участвовать в использовании своих состояний на благие дела. Согласно данным проведенного в 1995 г. исследования, совокупные активы действующих в США 35 тысяч семейных фондов составляли примерно 190 миллиардов долларов. Кому-то эта

7. Carnegie (1901), Buffett (2010) и <http://givingpledge.org/>.

сумма покажется огромной. В то же время она составляет не более 1% чистой стоимости активов американских домохозяйств. По данным другого исследования, в 2008 г. в США расходы на благотворительные цели первой сотни семейных фондов составили 7,049 миллиарда долларов, в Великобритании — 1,174 миллиарда фунтов (2,198 миллиарда долларов), в Германии — 725 миллионов евро (920 миллионов долларов). В каждой из стран эти расходы составляют не более 1% национального дохода⁸.

Усиление стимулов к благотворительности

Для того чтобы восполнить недостаток в общем объеме благотворительных пожертвований (о чем свидетельствуют и только что приведенные данные о низком уровне благотворительности в экономически развитых странах), вероятно, необходимо усовершенствовать процесс управления. Например, общепризнанно (и это подтверждается данными контролируемых экспериментов), что добиться увеличения размера взноса позволяет обещание, что о благородном поступке и размере пожертвования донора станет известно его коллегам⁹. Стремление дарителя к публичности — понятное человеческое побуждение; при этом люди не только получают удовольствие от признания окружающими. Во многих случаях публичный характер благотворительных взносов означа-

8. Pharoah (2009): 9. Для каждого фонда представлены данные за последний период времени, о котором имела информация в 2009 г.

9. Д. Карлан и М. Макконел представили экспериментальные данные о том, что такая публичная известность способствует увеличению размеров пожертвований. См. Karlan and McConnell (2009). Стремление к признанию может быть свидетельством того, что дарение, по крайней мере частично, является формой скрытого обмена. См. Stark and Falk (1998).

ет, что доноры получают возможность повлиять на своих друзей, которые могли бы сделать такие же или схожие пожертвования на важные для них лично добрые дела. Дальнейшие исследования, возможно, позволят установить более действенные, иные, чем используемые нынешними агентами-посредниками благотворительных организаций, способы удовлетворения стремления к признанию (более длительному или более личностному).

Согласно данным исследований, размер пожертвования может быть увеличен, если дарителю открывается возможность почувствовать, что благотворительность является далеко не односторонней. Как продемонстрировано в одном из них, добиться значительного повышения объема пожертвований позволяет обещание, воспринимаемое потенциальным донором как честное, вернуть сделанный взнос, если благотворительной организацией не удастся добиться заявленных целей¹⁰. Оказалось, что вознаграждение за благотворительный взнос усиливает стимул к пожертвованиям. Как показал один из полевых экспериментов, если в ответ на первый взнос организация передает донору ответный подарок, это ведет к увеличению размеров пожертвований¹¹. Обычно человеческие отношения носят взаимный характер, даже если происходит обмен разными по денежной стоимости благами. Необходимо, чтобы люди, разрабатывающие благотворительные кампании, обязательно учитывали это обстоятельство.

Появление и развитие социальных сетей открывает новые возможности для расширения благотворительной деятельности, так как они способствуют возникновению чувства общности и более личным выражениям признательности. Наглядный тому пример — финансовая поддержка детей. В 1919 г. в Великобритании была создана благотворительная организация «Спасем де-

10. List and Lucking-Reiley (2002).

11. Falke (2004).

тей». Принцип ее деятельности заключался в том, что средства, полученные от некоего дарителя, направлялись одному нуждающемуся ребенку. Стороны получали возможность переписываться друг с другом, в результате чего у дарителя возникали личные отношения с ребенком или его родителями. Сегодня «Спасем детей» — международная организация, послужившая образцом для создания целого ряда благотворительных фондов, деятельность которых основывается на схожих принципах. Некоторые из них используют, в частности, звонки по «Скайпу» между донорами и получателями помощи, что способствует более прочным связям между ними. Сегодня у донора имеется возможность испытать чувство сопереживания, взглянув прямо в глаза маленькому человеку, которому он пришел на помощь¹².

Постепенно мы все больше узнаем о том, как добиться большей значимости опыта пожертвований. Используемые сегодня стратегии отнюдь не являются последним словом в поощрении благотворительности. Вероятно, новые виды общественных организаций, основанные на инновациях в социальных медиа, будут способствовать улучшению восприятия общего опыта и возникновению чувства истинной общности между донором и реципиентом.

Налоговое законодательство, благоприятствующее благотворительности

Изменения природы наших налоговых законов, регулирующих финансовые аспекты благотворительных пожертвований, может помочь и гуманизации финансов, и сокращению неравенства в доходах без ущерба для

12. Один из таких звонков по «Скайпу», полный улыбок и поцелуев, известен как «встреча с нашим бедным, всем миром поддерживаемым ребенком в скайпе!!!», см. по адресу <http://www.youtube.com/watch?v=tT3CY8Lwiak>.

стимулов к их получению. В результате люди обнаружат, что использование своего богатства на благо многих других на своих собственных условиях приносит им большое внутреннее удовлетворение. Рассмотрение налоговых вопросов, казалось бы, апеллирует к нашему эгоизму. В то же время соответствующий пересмотр налогового законодательства должен оказать положительное воздействие на альтруистическое поведение. Психологически уже сам налоговый вычет воспринимается как одобрение со стороны других людей, способствующее самоутверждению и осознанию значимости собственной щедрости.

Известен прецедент, когда одновременно с резким повышением налогов на богатых людей в качестве «пряника» применялось увеличение налоговых вычетов в отношении благотворительных пожертвований. В США этот *qui pro quo* стал первым в ряду налоговых вычетов, связанных с филантропией. Впервые подоходный налог был введен в США в 1913 г., и соответствующий закон не предусматривал никаких вычетов. Так продолжалось до 1917 г., когда был введен налоговый вычет, связанный с благотворительностью. В том же самом году высшая ставка федерального подоходного налога была повышена до 67% (в 1913–1915 гг. она составляла всего 7%, а в 1916 г. — 15%), что было вызвано необходимостью финансирования американской армии, принявшей участие в Первой мировой войне. Инициатором внесения поправки о налоговых вычетах стал сенатор от Нью-Гемпшира Генри Холлис. На заседании сената он процитировал письмо одного из своих избирателей, Феликса Варбурга, представлявшего еврейскую филантропическую организацию: «Я боюсь, что без упоминаемого выше вычета тяжелые налоги, совершенно справедливо установленные во время этой войны, приведут к тому, что очень многие институты будут вынуждены закрыть свои двери на замок. Что самое печальное, бремя которое они несли, будет вынуждено подхватить государство»¹³.

13. «Except Gifts from Income», *New York Times*, June 17, 1917, p. 3.

Филантропические пожертвования резко возросли еще до того, как закон о повышении налоговых ставок вступил в силу¹⁴. Это было время, когда мысли большинства людей были сосредоточены на страданиях, связанных с войной, когда американские солдаты умирали за границей. Это было время, когда американские союзники несли ужасающие потери, в какой-то степени отстаивая интересы США. Неудивительно, что нация признавала и поощряла проявления великодушия.

Во многом аналогично развивались события и во время Второй мировой войны. В 1944 г. максимальная ставка федерального подоходного налога взлетела до 94% (в период между двумя войнами предельная ставка для налогоплательщиков с самыми высокими доходами была снижена до 25%). Угроза вступления в новые военные действия, сохранявшаяся во время холодной войны (включая революцию в Китае в 1949 г. и участие в Корейской войне в 1950–1953 гг.), обусловила очень высокую ставку для высшей налоговой категории: она оставалась на уровне 91% до 1963 г., когда президент Дж. Кеннеди инициировал ее снижение. Реакция общества на эти очень высокие ставки стала заметной только примерно в 1948 г., когда стало очевидно, что они, скорее всего, сохраняться и в обозримом будущем. Несколько национальных лидеров США выступили с предложением об увеличении установленного еще в 1917 г. предела на налоговые вычеты (15%) в связи с благотворительными пожертвованиями.

По мнению автора серии популярных руководств по уплате налогов Дж. Лассера, этот лимит необходимо было резко увеличить или вообще отменить, поскольку он «наказывает патриотически настроенных, считаю-

14. Согласно оценкам газеты *Chicago Tribune*, в 1915–1920 гг. пожертвования военным организациям, Красному Кресту, религиозным и образовательным движениям составили 4 миллиарда долларов «\$4,000,000,000 to Philanthropy», *Chicago Tribune*, April 25, 1920, p. 8.

щих себя ответственными перед обществом людей»¹⁵. В 1953 г. предел на вычеты в связи с пожертвованиями был повышен до 20%, а уже через год — до 30%. В 1956 г. благотворителям, пожертвования которых восемь из последних десяти лет в сумме с платежами по подоходному налогу превышали 90%, было предоставлено право на неограниченный налоговый вычет.

Все эти изменения в законодательстве, направленные на поощрение налогоплательщиков к филантропическим пожертвованиям, были сделаны в ответ на введение высоких налоговых ставок. Когда последние были уменьшены — инициатива Дж. Кеннеди положила начало тенденции к понижению предельной ставки для налогоплательщиков высшей категории, которая уменьшилась с 77% в 1964 г. до 35% к 2003 г., — соответственно был сокращен и предел для пожертвований. В 1969 г. неограниченный налоговый вычет, связанный с благотворительностью, был отменен. Одновременно до 50% была повышена предельная ставка по таким вычетам для некоторых типов пожертвований.

Таким образом, вполне вероятно, что в случае нового повышения ставки для высшей налоговой категории общество выступит в поддержку расширения механизма налоговой системы, поощряющего благотворительные пожертвования. Соответствующие меры должны быть частью плана, который необходимо разработать на случай углубления экономического неравенства.

На данном этапе сокращению неравенства в доходах способствовали бы некоторые более амбициозные изменения в нашей налоговой системе, одновременно выполняющие роль «пряника» в случае любого возможного повышения ставок подоходного налога. Здесь я предлагаю несколько, возможно, противоречивых идей; безусловно, каждая из них нуждается в тщательном рассмотрении. Мне представляется, что в поисках

15. «Tax Revision for Charity», *New York Times*, February 11, 1948, p. 26.

путей построения более справедливого общества равных людей нам необходимо использовать более творческие подходы. Одним из самых полезных инструментов достижения этой цели потенциально может стать наше налоговое законодательство.

Ослабление потребности в упрощении налоговой системы

В США один из самых сильных ударов по стимулам к пожертвованиям был нанесен в 1944 г., когда американский конгресс принял, а президент Ф. Д. Рузвельт подписал новый закон, предусматривавший упрощение процесса составления налоговых деклараций. В соответствии с ним вводился «стандартный вычет», о праве на который мог заявить любой налогоплательщик, даже если он не сделал никаких пожертвований. Цель нововведения состояла в том, чтобы избавить большинство людей от необходимости бумажной работы, связанной со сбором документов, подтверждающих право на различные вычеты. В наши дни правом на стандартный вычет пользуются примерно две трети всех американских налогоплательщиков; тем самым участие в благотворительной деятельности не приносит им никаких налоговых выгод¹⁶.

Стандартный вычет был принят в 1944 г. когда документ был документом. Конечно, подготовка налоговой декларации должна оставаться простой и сегодня. Но в наши дни, когда для расчета налоговых платежей используются компьютеры, нам едва ли стоит сохранять методы налогового упрощения, «убивающие» важные стимулы к благотворительности.

Мы могли бы создать систему, когда ответственность за предоставление данных об индивидуальных жертв-

16. Prante (2007).

вованиях возлагается на сами филантропические организации. Почему бы им не сообщать об этом налоговым органам? Последние могли бы автоматически корректировать индивидуальные налоговые декларации, даже если стоящие за ними люди воспользовались правом на стандартный вычет. Тем самым исчезла бы потребность в его использовании для упрощения налогов. В свою очередь, налогоплательщик, который хотел бы воспользоваться выгодой налогового вычета, получал бы ее без всяких усилий со своей стороны. Более того, комплексная автоматизированная система могла бы оперативно корректировать удержания по подоходному налогу, когда донор, сделавший благотворительный взнос, уже на следующий месяц получает чек на зарплату с представленной в нем более высокой суммой.

Мы обязаны учитывать, что существующая налоговая система создавалась в период ограниченности «вычислительных мощностей». Сегодня это условие утратило силу. Нам необходимо пересмотреть различные «упрощающие» меры с целью привнесения в систему реальных стимулов.

Более точно сфокусированные благотворительные вычеты и налоговые кредиты

В общественной дискуссии уделяется незначительное внимание благотворительному налоговому вычету как активному инструменту развития государства и общества. Обычно пожертвования, независимо от того, квалифицируются ли они как дающие право на налоговый вычет или нет, — это все или ничего. В США принята единая ставка для налогового вычета, которая не зависит от общественной потребности в благотворительной деятельности. К тому же недостаточно активно используется возможность применения вместо вычетов налоговых кредитов. В отношении разных видов

благотворительной деятельности установлены различные предельные значения вычетов (например, частный фонд может иметь лимит на уровне только 30%, в то время как частным образом действующий фонд — 50%), но, как представляется, эти различия никак не мотивированы общественной потребностью. Более продуманная система благотворительных вычетов способна улучшить наше общество. Она благоприятствовала бы более глубокому осознанию людьми предназначения их экономических жизней и более творческому осуществлению различных направлений политики государства.

Вместо того чтобы повышать налоги, используя полученные средства для удовлетворения отдельных потребностей общества, государство могло бы предложить особые налоговые стимулы, поощряющие финансовую поддержку организаций, ответственных за предоставление соответствующих услуг. В данном случае речь идет об альтернативной форме государственного финансирования важных для общества видов деятельности. Например, во время рецессии государство могло бы использовать целевые налоговые стимулы к пожертвованиям, которые поощряли бы денежные взносы в пользу организаций, помогающих создавать рабочие места для безработных. Или в случае когда в стране нарастает неравенство, государство могло бы ввести специальный налоговый стимул в отношении пожертвований в адрес организаций, занимающихся проблемами бедности, или тех, деятельность которых способствует усилению чувства общности между богатыми и бедными. Эти налоговые льготы могли бы быть гораздо более значительными, чем обычные вычеты, связанные с пожертвованиями. Они могли бы предоставляться в форме частичного налогового кредита, а не просто налогового вычета, так чтобы пожертвования имели смысл не только для очень богатых налогоплательщиков, но и для представителей более низких налоговых категорий.

Правительство имело бы возможность применять такие сильные налоговые стимулы, если бы во время ре-

гистрации благотворительных организаций «прописывались» условия, поощряющие их к выполнению деятельности, которую в противном случае должно было бы взять на себя государство. С происходящим в результате усложнением налогового законодательства позволяют справиться соответствующие улучшения в информационно-технологической инфраструктуре.

Эти налоговые льготы открывают людям возможность принять участие в благих делах, самостоятельно определять направления расходов, одновременно способствуя осуществлению программ по предоставлению общественных благ государством. Тем самым богатые люди получили бы все основания для того, чтобы испытать чувство удовлетворения, и в то же самое время они почувствовали бы благодарность сограждан к ним как к внесшим свой вклад в общее дело. Такой план, скорее всего, получил бы большее общественное признание, чем простое «взимание налогов с богатых и передача денег бедным».

Налоговые стимулы для дарений в общении между людьми

Мы должны рассмотреть вопрос о предоставлении, по крайней мере, частичного налогового вычета людям, безвозмездно предоставляющим часть своего дохода другим, даже если его реципиентами являются частные лица, включая друзей и родственников.

Подобные дарения давно стали обычным делом, несмотря на отсутствие налоговых льгот. Согласно данным одного из исследований, 40,8% американских домохозяйств делают существенные по стоимости дарения отдельно проживающим родственникам, а 26,2% домохозяйств — прямые подарки друзьям, соседям и гостям¹⁷.

17. Toppe et al. (2001): Table 1.7, p. 35.

Дары, которые мы преподносим в процессе общения с другими людьми, должны способствовать уменьшению степени неравенства в доходах. Однако налоговое законодательство в общем не предусматривает стимулов, которые содействовали бы развитию этой формы дарения.

Несколько раз мне довелось быть свидетелем таких благотворительных дарений. Мой близкий друг и коллега вместе со своей женой часто просто дарит или дает займы своим студентам довольно значительные суммы денег. Организация, в которой он работает, распределяет всех поступивших в нее иностранных студентов по «принимающим семьям». За эти годы мой друг и его жена приняли у себя более двух десятков гостей. Многие из них на определенных этапах жизни в США сталкивались с немалыми финансовыми трудностями, и моему другу нередко приходилось выполнять функции «финансовой скорой помощи» для своих подопечных. Он участвовал в выплате семи автомобильных кредитов, в оплате обучения трех аспирантов, финансировании бесчисленных поездок на родину и оплате по меньшей мере трех счетов от дантистов. В одном случае студентке необходимо было поставить несколько коронок на зубы и прочистить корневые каналы. Общая стоимость лечения составила 12 тысяч долларов и не покрывалась ее зубоврачебной страховкой. Дантист согласился сделать все необходимое за половину цены, а оплату остальной суммы взял на себя мой друг.

Если мы исходим из того, что прогрессивное налогообложение предназначено для сокращения степени неравенства, то государство могло бы рассмотреть и другие способы, поощряющие столь благородное поведение, включая введение налоговых льгот. Если сделать так, что для дарителя сумма дара другим людям (за исключением собственных детей) будет выводиться из-под налогообложения, а для получателя дара — нет, в любом отдельно взятом случае совокупные налоговые поступления в адрес государства останутся без изменений

до тех пор, пока оба индивида относятся к различным налоговым категориям. В случае действия прогрессивных налогов воздействие на совокупные налоговые поступления будет происходить только при условии, что индивид, принадлежащий к более высокой налоговой категории, делает подарок человеку из более низкой категории, что способствует выравниванию налогов. Если объем дарений со стороны представителей более высоких категорий людям из более низких налоговых разрядов будет настолько большим, что это приведет к снижению совокупных налоговых поступлений, государство могло бы повысить налоговые ставки в целом, чтобы выйти на прежний уровень. При этом мы добились бы большего социального равенства без изменения объема налоговых поступлений.

В данной схеме налогового поощрения личных дарений возникает одна основная проблема, которая состоит в возможности налоговых мошенничеств, когда человек, якобы сделавший подарок, получает свои деньги под столом. Кроме того, дарения могут использоваться как скрытая плата за услуги. Но наше информационно развитое общество легко создаст такие механизмы наблюдения, которые позволяли бы удостоверять реальность большинства таких дарений, ограничивая размах налогового мошенничества. Последнее существует в любых налоговых системах, и государство постепенно учится ограничивать его масштабы.

Некоторые люди высказывают сомнения в необходимости расширения практики личных даров, так как они могут способствовать завышенным ожиданиям со стороны получателей и возникновению неловких ситуаций. Конечно, это неизбежное следствие практики дарений. Но оно полностью компенсируется атмосферой социальной общности и заботы людей друг о друге.

Вместо этого сегодня в США действует налог на дарения. Решение о его введении было принято американским конгрессом в 1932 г. для того, чтобы предотвратить уклонение от уплаты налога на наследство теми,

кто перед смертью передал свое богатство другим. Ставки налога на дарение являются зеркальным отражением ставок подоходного налога. В настоящее время их максимальная величина составляет 35%. Каждый американец может сделать подарок любому другому человеку на сумму 13 тысяч долларов в год. В случае ее превышения получатель подарка должен будет заплатить налог на дарение. Нам представляется, что все должно быть наоборот: вместо налога на дарение должен быть введен *налоговый вычет*, связанный с дарением, из текущего дохода, призванный поощрять подарки на небольшие и средние по размеру суммы для многих людей. При этом необходимо предусмотреть меры, направленные на недопущение уклонения от налога на наследство.

В какой-то степени текущее налогообложение пожертвований уже поддерживает межличностное дарение. Налогоплательщикам предоставлено право налогового вычета, связанного с пожертвованиями в адрес религиозных организаций. Неудивительно, что сегодня в США крупнейшая составляющая пожертвований (35%) — дарения церквям¹⁸. Как правило, люди делают пожертвования той церкви, к которой они принадлежат. Это происходит не просто потому, что они являются верующим людьми. Даритель, как правило, знаком с некоторыми из тех, кто получит выгоду от его пожертвования, и их объединяет чувство семьи и общности. Такое дарение означает, что поступок донора, скорее всего, будет по достоинству оценен знакомыми ему людьми. Вторую крупнейшую категорию получателей пожертвований в США образуют школы и колледжи. И вновь большинство людей передают средства *своим собственным* школам, а не любым другим. И снова это объясняется тем, что у дарителей возникает чувство связи с получателями пожертвований.

18. Ibid., p. 6.

Некоммерческие корпорации участия

Благотворительной деятельности способствовало бы создание организации нового типа, которую я буду называть некоммерческой корпорацией участия (participation nonprofit corporation). Это должна быть некоммерческая организация, предназначенная для достижения общественных целей, таких, например, как управление больницей, но в ином смысле. Она должна была бы собирать деньги посредством эмиссии акций; при этом с точки зрения налогового законодательства приобретение таких ценных бумаг рассматривалось бы как благотворительный взнос. Продажа акций не должна иметь налоговых последствий до тех пор, пока полученные средства расходуются на другие благотворительные цели, такие как приобретение акций других некоммерческих корпораций участия. Держатель акций может продать их в случае необходимости и использовать деньги по своему усмотрению, но такого рода действия должны будут повлечь за собой существенный налоговый штраф. Организации следует предоставить возможность распределять прибыль между акционерами с условием, что они будут использовать ее только на благотворительные цели, включая возможные инвестиции в другие некоммерческие корпорации участия. Распределение прибыли позволяет организации решить проблему «замороженного капитала» (см. главу 17): прибыли вернуться в саму некоммерческую корпорацию участия только тогда, когда это сочтут целесообразным ее акционеры.

Если пожертвование в форме покупки акций некоммерческой корпорации участия вызвано определенной причиной (такой, как строительство новой некоммерческой больницы или нового колледжа), то их приобретение не означает окончания истории, как это происходит с традиционными благотворительными взносами. Донор приобретает своего рода психологическую долю, подобную доле собственности, в некоммерческой ор-

ганизации. Он может рассчитывать на получение дивидендов и увеличение своей доли по мере роста организации. Он может наблюдать за ростом и падением рыночной цены организации; эти ценовые изменения являются показателями (конечно же, несовершенными) успехов, достигнутых в деятельности организации. Акционеры могут даже направить дивиденды на создание своих собственных частных фондов (дав им свои имена). В то же время, если акционеры направят дивиденды на потребление, им придется заплатить значительный штраф.

Если инвестиции оказываются очень успешными, акционеры имеют возможность направить дивиденды на оплату права назвать своими именами новые здания или на другие благотворительные пожертвования, которые были бы связаны с их именами. Возможно, им следует предоставить право использовать деньги в личных целях, без каких-либо налоговых санкций, в случаях, когда они сталкиваются со сложными семейными обстоятельствами, что должно проверяться и подтверждаться. Предоставление возможности инвестирования в рассматриваемые нами некоммерческие корпорации участия может способствовать расширению интереса публики к общественным нуждам. У акционеров формируется чувство участия и накопления, возможность для воспоминаний о проявленной щедрости. Им предоставляется возможность в каком-то смысле провести время в «розыгрыше партии», принять активное участие в избранном ими деле. Несколько ранее мы видели, что изобретение торгуемых акций коммерческих организаций стало важнейшей инновацией, так как инвестиции в компании стали увлекательным делом, что привело к увеличению доступного им капитала. Создание некоммерческих корпораций участия позволит предложить аналогичное преимущество.

Тем не менее большинство людей (таких, как пациенты больниц или учащиеся новых школ) будут воспринимать некоммерческие корпорации участия прежде всего

как организации, не стремящиеся к получению прибыли. И поэтому они, вероятно, будут весьма положительно относиться к их деятельности. Скорее всего, их отношение еще более улучшится, если у них установится связь с институциональными или другими акционерами некоммерческих корпораций участия.

Другие способы повышения эффективности благотворительной деятельности

Многие богатые люди могут воспринимать принятую сегодня форму налоговых вычетов, связанных с благотворительными взносами, как проблему. Последняя заключается в том, что пожертвования должны осуществляться ежегодно в течение периода, когда индивид занят приумножением своих доходов и созданием крупного состояния. Если некто не имеет возможности делать благотворительные взносы ежегодно, то он почти полностью теряет право на налоговый вычет. Откладывая пожертвование, он должен будет заплатить высокий подоходный налог, и сделанный в итоге дар не позволит ему окупить заплаченные в прошлом налоги. Налоговое законодательство США допускает перенос сроком до пяти лет благотворительных пожертвований, дающих право на налоговый вычет. Это означает, что суммы благотворительных взносов, превосходящие установленную в процентах предельную долю дохода, могут давать право на налоговые вычеты в последующие годы, но их перенос на предыдущие годы невозможен.

Наиболее богатые люди хотели бы сначала накопить крупное состояние и только потом, когда у них появится время подумать, как они хотели бы распорядиться деньгами, задуматься над тем, какой след они стремятся оставить в жизни, начать его тратить. Если бы предельные налоговые ставки были установлены на гораздо более высоком уровне, нам пришлось бы, вероятно, вообще исключить из рассмотрения возможность на-

копления крупного состояния в то время, когда потенциальные богачи зарабатывают «на жизнь». В этом случае такие крупные филантропические проекты, как финансирование школы или исследовательского фонда, могли бы осуществляться промышленниками и финансистами только после выхода в отставку, когда они получили бы возможность использования накопленных денег. Данная проблема относится исключительно к выбору времени, но если она не будет решена, то более высокие, чем действующие в наши дни, ставки подоходного налога казались бы значительно более обременительными, чем они были бы в действительности.

Впрочем, законодательство США позволяет людям в значительной степени решить эту проблему уже в молодые годы, передавая большую часть своих доходов в частные фонды или фонды, действующие по рекомендациям доноров. Эти фонды аккумулируют состояния клиентов, освобожденные от налогов, а годы спустя позволяют им выбирать (с учетом определенных ограничений) направления расходов. (Фонды, действующие по рекомендациям доноров, во многом подобны частным фондам, но в отсутствие условий, выставляемых вторыми: они специально созданы для удобства широких слоев населения и позволяют людям делать именные благотворительные пожертвования.)

Казалось бы, рекомендательные фонды избавляют нас от проблемы соотношения во времени аккумулирования состояния и благотворительных пожертвований. Даже в том случае, если бы государство повысило ставку подоходного налога для тех, кто получает самые высокие доходы, богатые люди могли бы все еще ощущать удовлетворение от того, что они накапливают крупные состояния (используя частные или рекомендательные фонды, к которым, возможно, следовало бы добавить и некоммерческие корпорации участия) и остаются в списке *Forbes* 400 (было бы логично, если бы *Forbes* учитывал в своих оценках пожертвования в эти фонды), хотя на самом деле они уже не имеют непосредственно-

го отношения к значительной части своего богатства. Проблема решена? Не совсем так.

С точки зрения поведенческой экономики налоговым положениям относительно частных или рекомендательных фондов присущ ряд недостатков. Очевидно, что процесс накопления богатства, пусть даже символического, доставляет людям немалое удовольствие. Но в соответствии с налоговым законодательством США в настоящее время эти фонды обязаны ежегодно направлять на благотворительность не менее 5% своих активов (за некоторыми исключениями для специальных проектов; при этом срок действия этих исключений не должен превышать пяти лет). Это означает, что в большинстве случаев увеличение активов фондов обоих типов будет незначительным (если оно вообще будет происходить). При этом следует учитывать существование предела для налоговых вычетов, связанных с пожертвованиями в рекомендательные фонды (в настоящее время его величина составляет 30%), что ведет к задержке в расходовании пожертвования более чем на один год.

Очевидно, что существуют препятствия, не позволяющие этим фондам использовать весь свой потенциал. Совокупные активы пяти крупнейших рекомендательных фондов США не превышают 10 миллиардов долларов, что составляет всего две сотые от 1% национального богатства. Необходимо предоставить частным и рекомендательным фондам возможность накопления средств.

Вероятно, необходимо принять некие меры, чтобы облегчить взаимодействия доноров и фондов. Например, можно было бы предложить вычет в декларации о доходах, который автоматически создавал бы личный счет донора в рекомендательном фонде, таким образом, давая возможность налогоплательщику в последнюю минуту снижать сумму, подлежащую налогообложению, что позволило бы значительно снизить его или ее налоговые обязательства.

Мы можем представить себе и другие меры, которые способствовали бы накоплению крупных состоя-

ний, предназначенных в конечном итоге для помощи другим людям. Например, в законодательном порядке могли бы быть приняты положения, в соответствии с которыми основателю частного фонда было бы предоставлено право изъятия любых средств (прежде чем они будут направлены на филантропические цели) для оплаты медицинских расходов любого человека по выбору учредителя. В настоящее время оплата медицинских расходов членов семьи (равно как и всех остальных людей) не рассматривается как благотворительный взнос, дающий право на налоговый вычет. Если в налоговое законодательство будут внесены соответствующие изменения, то любой состоятельный индивид, сделавший значительный вклад в благотворительный фонд, по-прежнему ощущал бы себя как весьма богатого человека, как «несущую конструкцию», на которую всегда могут опереться другие люди. Осуществление предлагаемой меры придало бы новый импульс благотворительности.

Необходимо устранить ограничение на долю дохода, которая может быть направлена на благотворительные цели. В настоящее время американское законодательство ограничивает налоговые вычеты, обусловленные благотворительностью 50% дохода (в некоторых случаях 30% и даже 20%). Тем более что существует опасность их дальнейшего сокращения¹⁹. Более того, следовало бы ввести налоговые вычеты в связи с пожертвованиями зарубежным реципиентам, так как благотворительность

19. В опубликованном в 2010 г. докладе президенту Б.Обаме и конгрессу США Государственная комиссия по финансовой ответственности и реформе США (возглавляемая Аланом Симпсоном и Эрскином Боулсом) рекомендовала заменить налоговый вычет, связанный с благотворительностью, 12%-ным налоговым кредитом. Общественность опасалась, что в 2011 г. Совместный специальный комитет конгресса по сокращению дефицита («Суперкомитет») предложит уменьшить ставки по налоговым вычетам, связанным с благотворительностью. Но члены комитета не пришли к согласию по этому вопросу.

не знает границ. В настоящее время в США непосредственно пожертвования за границу дают право на налоговый вычет только в том случае, если они сделаны в адрес некоторых организаций из Канады.

Необходимо открыть возможность создания организаций нового типа, деятельность которых осуществлялась бы во благо общества, предоставив им право вознаграждать своих доноров. Одним из примеров желательных инноваций служат упомянутые выше благотворительные корпорации. Нам необходимы эксперименты, которые позволяли бы выявить достоинства и недостатки таких новых организаций и постепенно усовершенствовать их структуры в свете наших знаний о человеческой природе и нашего опыта взаимодействия с этими организациями.

Наши цели и наша жизнь

Всем нам было бы полезно время от времени задуматься о конечном предназначении нашего богатства. Основная тема этой книги — финансы как совокупность различных средств достижения наших целей. Но, как мы убедились, большинство из нас испытывают трудности с заключительным шагом, предваряющим действительное достижение основной цели. Следуя по избранному пути, мы совершаем различные шаги, и некоторым из нас удается накопить очень крупные состояния только для того, чтобы осознать, насколько ослабевает хватка, когда цель совсем рядом. В результате мы не понимаем, как использовать свои богатства.

Психологические исследования демонстрируют, что действующие исходя из альтруистических побуждений люди ощущают себя более счастливыми и реже впадают в депрессию²⁰. В социальном контексте альтруистиче-

20. Post (2005).

ские действия являются эффективным антидепрессантом. Поражающие своей роскошью дома и шикарные автомобили не приносят счастья. Индивидуальное исполнение желаний зависит от осознания человеком своей значимости и предназначения. Общество должно побуждать своих членов к индивидуальным действиям, подкрепляющим их чувство собственной значимости, включая поощрение к передаче накопленного богатства на благо других людей.

Общество, в котором были бы широко распространены альтруистические действия, стало бы положительной экстерналией для всех нас. И поэтому государство должно поощрять подобные действия, даже если некоторые будут воспринимать их как обусловленные эгоистическими мотивами. Очень часто эгоистичность и альтруизм разделяет лишь тонкая грань. Но налоговое законодательство, побуждающее людей к накоплению богатства с целью завоевать признание окружающих после того, как оно будет передано на благо общества, должно будет способствовать формированию общего ощущения идеального государства.

Отсутствие политики поощрения филантропии означает повышение реального риска возникновения у отдельных людей и групп чувства бессмысленности своего существования. В финансах уделяется большое внимание управлению рисками, но никак не риском бессмысленности и бесцельности. Избавление от него остается задачей нашего сознания и нашего духа.

Распыление собственности на капитал

ИСТОРИЯ финансового капитализма в значительной степени является историей осознанной политики государства, направленной на рассеяние финансовых интересов, на распыление собственности в широких народных массах. Эта политика способствовала демократизации финансов.

Мы довольно редко задумываемся над тем, что живем в обществе, структурированном финансовым проектированием для того, чтобы со временем оно становилось все лучше и лучше. Сама же история, которая привела к возникновению определенных финансовых механизмов, быстро забывается. В связи с этим было бы полезно напомнить самим себе о некоторых ее наиболее важных эпизодах. В этой главе мы рассмотрим несколько почти забытых и недооцененных примеров достигнутого в прошлом прогресса.

По мнению многих наблюдателей, направление развития современной рыночной экономики во все большей степени задается относительно небольшим количеством руководителей бизнеса. Добившись успеха в искусном управлении своими крупнейшими финансовыми и промышленными компаниями, они приобрели слишком сильное влияние. Вероятно, те же самые наблюдатели уверены в том, что наиболее свободные духом люди вообще откажутся от участия в деятельности высшего менеджмента, поскольку исполнение данной роли предполагает такой образ мышления, который

они находят отталкивающим вплоть до отвращения. Самые богатые и наиболее влиятельные в нашем обществе люди часто воспринимаются как жестокие феодальные князья, задающие из своих огромных кабинетов темп развития общества в целом. На этом основании большинство из нас должны были бы воспринимать себя как крепостных, живущих в обществе, на «вершине» которого находятся честолюбивые бесчеловечные личности.

Второй в истории руководитель Комиссии по ценным бумагам Уильям Дуглас (впоследствии член Верховного суда США) писал в 1940 г.:

В большом бизнесе менеджмент стремится к обезличиванию. Огромная концентрация капитала в крупном бизнесе означает, что количество держателей ценных бумаг очень велико. В значительной части это рассеянные по всей стране инвесторы. В результате того, что держатели ценных бумаг в огромной степени зависят от менеджмента компаний, его представители становятся кем-то вроде феодальных землевладельцев. <...> Нет никаких сомнений в том, что степень растяжимости норм деловой морали непосредственно связана с размерами компаний. Империи настолько велики, что им нет дела до мыслей и чувств отдельных людей, превращающихся в объекты манипулирования¹.

У. Дуглас был сподвижником президента Франклина Рузвельта в осуществлении «Нового курса». Политика «Нового курса» представляла собой относительно гуманистическую социальную силу, несмотря на то что ей были присущи реальная мощь и целостность, столь характерные для образцовых финансовых решений.

Утрата человеком чувства личного участия в жизни общества стала одной из главных тем в книги Фридриха Хайека «Дорога к рабству» (1944). Внимание ее автора сосредоточено не столько на практиках бизнеса как

1. Douglas (1940): 16.

одном из источников проблем, сколько на избыточном вмешательстве *государства*. При этом он отмечал, что большой бизнес захватил и государство². Ф. Хайек был убежден, что чрезмерная зависимость от столь крупных контролирующих субъектов обуславливает пораженческую установку, установку рабов.

Может создаться странное впечатление, что важнейший трактат Ф. Хайека о капитализме был опубликован в конце Второй мировой войны, во время, когда у общества, как могло показаться, было множество гораздо более насущных проблем. Однако, если задуматься, в этом нет ничего удивительно, так как этот период стал временем противоборства различных экономических систем, а также временем, когда очень многие задавались вопросом о том, что подвигло нацистских лидеров на совершение чудовищных преступлений. Цепочка приказов руководства Германии в конце концов привела к массовому уничтожению фашистами еврейского населения. Ф. Хайека заинтересовал вопрос о самых глубоких основах поддержки, оказываемой людьми такой партии или любой из организаций. Рабское умонастроение, о котором говорит ученый, стало социальным феноменом, вызывавшим огромный интерес.

Современная капиталистическая система со всеми ее регулятивными механизмами может быть *освобождена* от такой рабской ментальности. Условием этого является отсутствие чрезмерно централизованной и институционализированной власти. Правильные нормы и принципы позволяют выйти на траекторию, благоприятствующую созданию множества креативных организаций, способных добиться гораздо большего, чем любой человек, даже если он будет свободен более чем когда-либо. Комплекс правил и допущений, определяю-

2. «Более того, монополии чаще всего возникают под действием совершенно иных факторов, чем низкие цены и крупные размеры производства. Они образуются в результате тайных соглашений и поощряются политикой государства». Науек (1944): 2.

щих возможности создания и дальнейшего функционирования организованных субъектов хозяйствования, представляет собой особый тип социального капитала, благоприятствующего творчеству и созиданию.

Рассеяние информации об экономике и ее возможностях между миллионами людей (находящихся в различных ситуациях, разных местах, имеющих свои собственные и ничьи иные глаза и уши) — это данность, что подчеркивал и Ф. Хайек³. Нам остается обеспечить рассеянный характер контроля в экономическом механизме. Добиться этого можно, поощряя более широкое общественное участие в акционерной собственности корпораций или посредством предоставления налоговых преференций малому бизнесу, а также другими средствами, направленными на распыление собственности среди населения.

Все вместе мы можем принять коллективное решение о необходимости разработки плана расширения базы финансового капитализма. Оно дает основание для проведения сравнения с традиционным коммунизмом, который аналогичным образом стремился к равномерному распределению собственности. Но при коммунизме так называемые собственники, скорее всего, пользовались ею, в то время как действительная собственность была централизована государством в руках бюрократии. Эта централизованная модель была в конечном итоге отвергнута подавляющим большинством стран. Дело в том, что централизация контроля означа-

3. «Сегодня мысль о том, что научное знание не является суммой всех знаний, звучит почти еретически. Однако минутное размышление покажет, что, несомненно, существует масса весьма важного, но неорганизованного знания, которое невозможно назвать научным (в смысле познания всеобщих законов), — это знание особых условий времени и места. Именно в этом отношении практически любой индивид обладает определенным преимуществом перед всеми остальными, поскольку владеет уникальной информацией, которую можно выгодно использовать». Наук (1945): 521.

ла отказ от действительного широкого участия и не позволяла людям активно использовать имевшуюся у них разнообразную информацию непосредственно в интересах применения капитала.

Понятие *общество собственников* относится к государству, граждане которого демонстрируют ответственное поведение, поощряемое широко распространенной собственностью и контролем над ее индивидуальными материальными объектами. Впервые оно было предложено президентом США Дж. Бушем-мл. во время кампании по его переизбранию в 2004 г. Понятие общества собственников выражает социальную желательность демократизации финансов. Но сама эта идея имеет глубокие исторические корни.

Земельная реформа

В прошлые века, когда бóльшая часть национального продукта производилась в сельском хозяйстве, политика распределения собственности на капитал была связана прежде всего с владением сельскохозяйственными землями. Основной импульс к земельным реформам, поощрявшим (или принуждавшим) крупных землевладельцев к отказу от своих владений и распределению сельскохозяйственных угодий, был придан происшедшей в конце XVIII столетия Великой французской революцией. В результате собственность на землю перешла от феодальных собственников к индивидуальным семейным крестьянским хозяйствам⁴. В XIX — XX вв. земельные реформы по примеру Франции были осуществлены в Албании, Боливии, Бразилии, Болгарии, Канаде, Чили, Колумбии, Хорватии, на Кубе, в Чехословакии, Дании, Египте, Сальвадоре, Эстонии, Эфиопии, Финляндии, Германии, Греции, Гватемале, Вен-

4. Sargent (1961).

грии, Индии, Иране, Ирландии, Японии, Кении, Литве, Мексике, Намибии, Никарагуа, Перу, на Филиппинах, в Польше, Румынии, России, Словении, Южной Африке, Южной Корее, Сирии, на Тайване, в Венесуэле, Вьетнаме и Зимбабве.

В большинстве случаев эти земельные реформы (в некоторых случаях осуществляемые твердой рукой) означали реальный социальный прогресс, способствуя экономическому росту. Например, послевоенное (после освобождения от японской оккупации в конце Второй мировой войны) экономическое чудо в Южной Корее может быть приписано произведенной в этой стране земельной реформе, одним из следствий которой стало уменьшение степени экономического неравенства. В соответствии с принятым в 1950 г. Законом о южнокорейской земельной реформе (ALRAA), право владеть земельным участком получал любой гражданин страны, но только в том случае, если он действительно занимался сельскохозяйственным производством. Максимальная площадь земельного надела была установлена в размере трех гектаров. Аренда земли и сдача земельных участков внаем были запрещены. Крупные землевладельцы были вынуждены продать практически все свои земли в обмен на государственные ценные бумаги. Соответствующий земельный фонд был перераспределен между мелкими собственниками.

Более того, крупные землевладельцы уже продали большую часть своих земель мелким владельцам по относительно низким ценам еще до того, как в Южной Корее был принят и вступил в силу закон о реформе. Ухудшение позиций крупных собственников земель в корейском обществе объяснялось тем, что их воспринимали как людей, запятнавших себя сотрудничеством с японскими оккупантами. Многие из них начали опасаться за собственную безопасность. В конечном итоге лишение южнокорейских землевладельцев материальной основы их богатств способствовало уменьшению степени экономического неравенства, мо-

дернизации общества и началу национального экономического чуда⁵.

Долгая и необычная история земельной реформы в США была обусловлена доступностью обширных некультуренных государственных земель. Эндрю Джонсон, Хорас Грили и другие утверждали, что владение своей собственной фермой весьма полезно для развития демократии. Благодаря их усилиям в 1862 г. конгресс США принял закон о гомстеде, предусматривавший раздел государственных земель и продажу небольших по размерам участков отдельным семьям. В то время в США шла Гражданская война и в конгрессе отсутствовали представители южных штатов, отстаивавшие интересы плантаторов. Прямо перед войной в газете *Chicago Press and Tribune* было опубликовано краткое рациональное объяснение поддержки северянами индивидуальных малых ферм:

Наше государство должно поощрять увеличение количества земельных собственников. Мировая история доказывает, что чем крупнее доля владельцев земли в той или иной стране, тем выше в ней степень личной свободы, тем большего прогресса в развитии цивилизации она добилась и тем надежнее защищено государство перед лицом внешних врагов. Рабство, как устойчивый институт, возможно только там, где собственность на землю почти полностью принадлежит классу рабовладельцев. <...> Процветающий нерабовладельческий класс, отождествляющий себя со страной посредством владения ее частью, вскоре стал бы мощным и опасным противником рабства⁶.

По всей вероятности, одним из важнейших источников характерных для современной Америки духа равенства и общих добрых чувств является осуществленная в стране в XIX столетии демократическая земельная реформа.

5. Jeon and Kim (2000).

6. «Land for the Landless», *Chicago Press and Tribune*, August 30, 1860, p. 2.

Домовладение

По мере мировой урбанизации на смену государственной политике поощрения фермерских хозяйств приходит политика создания благоприятных условий для домовладений в городах. Она поощряла развитие огромных корпораций, которые могли управлять сдачей в аренду жилья, предназначенного для широких слоев населения. Но вместо этого в США и других развитых странах сложился крупный слой собственников жилья. И это далеко не случайно.

Концепция «демократии собственников жилья» была разработана членом британского парламента от партии консерваторов Ноэлем Скельтоном в 1920–1930-х гг. В 1950-х гг. его идея была подхвачена премьер-министром Великобритании Гарольдом Макмилланом (программа строительства жилья), а в 1970-х гг. — премьер-министром Маргарет Тэтчер, выступившей с инициативой создания программы продажи в собственность жилья арендаторам квартир в муниципальных домах (государственное жилье, управлявшееся местными советами).

В США важнейшие достижения в государственной политике создания условий для домовладения ассоциируются с осуществлявшимся в 1930-х гг. «Новым курсом» президента Франклина Рузвельта. В 1934 г. была создана Федеральная жилищная администрация, на которую была возложена ответственность за государственное страхование новых ипотечных кредитов, а в 1938 г. — Федеральная национальная ипотечная ассоциация (впоследствии известная также как «Фэнни Мэй»), выкупавшая ипотечные кредиты у банков-инициаторов с целью поддержки рынка жилья.

В Китае, где господствует коммунистическая идеология, идея общества собственников появилась значительно позже. Но в конечном итоге развитие домовладения стало одним из приоритетов китайского государства. В 1998 г. в КНР был создан общенациональный Жилищ-

ный сберегательный фонд. Все граждане Китая обязаны отчислять в него средства (по согласованию с работодателем), необходимые для покупки жилья. Результатом этих инициатив стал быстрый рост китайского рынка ипотечных кредитов на приобретение жилья (хотя его абсолютные размеры остаются относительно небольшими). В 2004 г. совокупный объем ипотечных кредитов в КНР достиг 1,6 триллиона долларов, что составляет менее 1000 долларов в расчете на душу населения. Таким образом, общий объем ипотечных кредитов составляет всего лишь 5% от совокупной стоимости жилой недвижимости, но их доля быстро возрастает.

Идея поощрения домовладения то и дело «всплывает» в самых разных странах. В 2004 г. австралийский абориген Ноэль Пирсон, выступавший с кампанией по защите прав коренного населения, неожиданно для себя обнаружил, что его идеи разделяет такая организация, как Кейп-Йоркский институт. На ее интернет-сайте мы обнаруживаем призыв к разработке государственной политики поощрения домовладения:

Все поколения аборигенов, объединенные в общины коренных народов, ожидают, что власти страны будут предоставлять им и обслуживать жилье, а затем и строить новое. Подобно другим формам пассивного социального обеспечения, использовавшимся на протяжении трех последних десятилетий, предоставление общинам коренных жителей государственного жилья развивает у их членов пассивность и зависимость. Институт уверен в том, что мы должны разорвать эту зависимость и способствовать формированию чувства личной ответственности. В процессе решения этой задачи необходимо, чтобы, приобретая готовое жилье или приступая к строительству нового по своему выбору, семьи аборигенов были готовы взамен пожертвовать чем-то другим, а также взять на себя ответственность за его обслуживание⁷.

7. Cape York Institute, «Land and Housing», <http://www.cyi.org.au/land-housing.aspx>.

В отличие от собственности на землю или акции, домовладение не предполагает прямого участия людей в какой бы то ни было определенной хозяйственной деятельности. Но в соответствии с общим мнением домовладение способствует формированию ориентированной на рынок психологии, поощряющей как приобретение собственности других видов, так и дух равенства и ощущение участия в жизни общества.

В некоторых странах до недавнего времени доля домовладений была низкой. Например, в Швейцарии согласно переписи 2000 г. жильем владели всего 35% домашних хозяйств (для сравнения, в США аналогичный показатель составляет 65%). Очевидно, что в этой стране в формировании чувства участия населения в общественной и экономической жизни важную роль играет владение акциями и облигациями. Во многом данная форма общества собственников объясняется тем, что находящиеся в горах земли рассматриваются как общее достояние всех швейцарцев, а банковская система и сложные финансовые инструменты — важная составляющая чувства национальной гордости. Швейцарские законы, регламентирующие аренду жилья, обеспечивают высокий уровень удовлетворения потребителей функционированием соответствующего рынка. Следствием высокого уровня доверия к национальной финансовой системе является отрицательное отношение швейцарцев к практике выделения государственных субсидий на содержание жилья, занимаемого его собственниками.

В других странах высокая доля собственников жилья была достигнута преимущественно благодаря политике государства. Например, в Испании перед началом недавнего глубокого финансового кризиса представители свыше 90% домохозяйств проживали в своих собственных домах и квартирах. Политика аренды жилья, осуществлявшаяся в Испании после окончания Гражданской войны 1936–1939 гг., привела к тому, что выселить арендатора стало почти невозможно. И поэтому ко-

личество предложений о сдаче жилья в аренду было незначительным. Начиная с 1950-х гг. в стране были приняты законы, поощрявшие преобразование многоквартирных домов в более удобные для покупки жилья кондоминиумы⁸.

В процессе разработки государственной политики следовало избегать чрезмерного акцента на увеличение доли домовладений. В недавнем прошлом следствием переоценки концепции общества собственников стала государственная политика (в таких странах, как США и Испания), направленная на необоснованное повышение доли домовладельцев в общей численности населения. Это, в свою очередь, способствовало надуванию жилищного «мыльного пузыря» и его последующему взрыву, что стало одной из основных причин начавшегося в 2007 г. глубокого финансового кризиса. В целом государственная поддержка индивидуального домовладения, особенно в тех случаях, когда ее получают домашние хозяйства с низкими доходами или маргинальные домохозяйства, вносит важный вклад в развитие общества.

Собственность на инвестиционные портфели

Реальное ощущение участия в общественной и экономической жизни может быть расширено посредством политики, поощряющей в большей степени ориентированную на бизнес собственность, и в частности владение обширными портфелями ценных бумаг, олицетворяющих производственные активы страны.

Во времена, когда правительство Сингапура возглавлял Ли Куан Ю, в качестве основного инструмен-

8. Cabré and Módenes (2004).

та создания государства собственников использовался Центральный страховой фонд, в который поступали средства в рамках обязательного для всех граждан сберегательного плана. Вносящиеся наемными работниками и работодателями денежные средства могли использоваться ими для вложений в акции международных компаний и облигации, а также для покупки жилья в Сингапуре. Ли Куан Ю писал: «Благодаря Центральному страховому фонду было создано другое общество. Изменилась установка по отношению к жизни людей, владевших значительными сбережениями и активами. Они осознали свою силу и несут полную ответственность за самих себя и свои семьи»⁹.

Определенный вклад в создание общества собственников в США вносят пенсионные планы, широкое внедрение которых началось в 1980-х гг. Они поощряют людей к владению инвестиционными портфелями, что якобы обеспечит им получение пенсии и достойный доход в старости. Современные пенсионные планы далеки от оптимальности с точки зрения обслуживания пенсионеров, так как они оставляют пространство для ошибок в планировании пенсионных выплат. В то же время пенсионные планы вовлекают людей в процесс принятия финансовых решений, позволяя им в большей мере почувствовать себя частью общества, структура которого столь сильно зависит от финансов¹⁰.

Осуществляемые во многих странах мира подобные политические инициативы способствуют демократизации и гуманизации финансов — тому, чтобы они служили людям и вдохновляли их на ощущение самих себя как членов общества, построенного на финансовых принципах.

9. Lee Kuan Yew (2000): 105.

10. French et al. (2009).

Политика, поощряющая превращение наемных работников в собственников бизнеса

Луис Келсо (основатель фирмы *Kelso & Co.*, специализирующейся на управлении частными капиталовложениями) и Мортимер Адлер (инициатор книжных серий *Syntoricon* — великих книг западной цивилизации) написали в соавторстве два бестселлера — «Капиталистический манифест» (1958) и «Новые капиталисты» (1961). Авторы представили в них план, направленный на то, чтобы придать собственности в бизнесе в большей степени рассеянный характер. Вероятно, сегодня эти книги почти полностью забыты. Пожалуй, их основное наследство заключается в понимании необходимости улучшения морального состояния наемных работников.

Обе книги были опубликованы в то время, когда в американском обществе уделялось повышенное внимание состоянию отношений между трудом и менеджментом. В 1950-х гг., когда рабочее движение в США набирало силу, общество было немало обеспокоено огорчительной «двойной лояльностью» рабочих¹¹. Заявлялось, что никто не может быть одновременно лояльным и профсоюзу, и фирме. Для того чтобы обеспечить хорошее моральное состояние и высокую эффективность труда на рабочем месте, было бы полезно, чтобы рабочий был лоялен своему работодателю. С другой стороны, в ситуации противостояния труда и менеджмента рабочий может проявлять большую лояльность своему профсоюзу. В результате рабочие оказываются в состоянии стресса, когда перед ними встают трудные этические проблемы.

Лояльность к группе, к которой на постоянной основе относит себя человек, является базисным родоплеменным инстинктом. Принадлежность к группе стано-

11. См. например, Dean (1954).

вится источником идентичности индивида. Джордж Акерлоф и Рейчел Крэнтон в книге «Экономика идентичности» подчеркивают, что идентичность имеет фундаментальное значение для экономического поведения¹². Авторы описывают психологический эксперимент, в котором участвующие в нем мальчики были случайным образом разделены на две группы. Эксперимент показал, что даже если всем его участникам было известно о случайном формировании групп, по мере развития групповой идентичности поведение мальчиков очень резко изменялось: началось соперничество между группами, и мотивация к нему у участников эксперимента значительно возросла. Мы небрежно, едва ли не случайно, устанавливаем эти определяющие идентичность отношения с незнакомыми людьми, а затем очень часто начинаем постепенно отказываться от своих личных убеждений, во все большей степени разделяя убеждения группы. Как отмечают Дж. Акерлоф и Р. Крэнтон, все это становится довольно абсурдным элементом человеческого опыта.

В результате развития современных коммуникационных технологий, транспортных средств, а также роста многонациональных корпораций тенденции к лояльности изменяются самым непредсказуемым образом. Наиболее общая тенденция, видимо, заключается в ограничении лояльности к своему собственному государству. Автомобилизация населения открывает возможность образования отдельных территориальных анклавов проживания бедных и богатых людей. Интернет позволяет индивидам отождествлять самих себя с различными подгруппами населения, с представителями которых они будут ежедневно общаться и у которых будут учиться чему-либо новому.

В обеих своих книгах Л. Келсо и М. Адлер предсказывали изменения в финансовых институтах, которые бу-

12. Akerlof and Kranton (2010).

дуг способствовать упрочению нашего чувства лояльности к коллегам по бизнесу. Несмотря на то что авторам не удалось полностью «решить» проблему двойной лояльности, они помогли нам построить более совершенную форму финансового капитализма.

В первой из книг — «Капиталистическом манифесте» Л. Келсо и М. Адлер предложили идею введения для сотрудников планов владения акциями (ESOP), в соответствии с которыми компании должны были бы поощрять своих работников к участию в собственности фирмы посредством получения ее акций. По мнению авторов, участие в таком плане мотивировало бы сотрудников к более эффективному труду и помогло бы создать капиталистическую культуру.

Первоначально казалось, что вероятность практического воплощения идеи Л. Келсо и М. Адлера мала. Но всего через 16 лет американский конгресс, в соответствии с законом «О пенсионном обеспечении наемных работников» (1974 г.), ввел налоговые льготы, связанные с претворением таких планов. Тем самым была осуществлена институционализация планов владения акциями для работников (ESOP).

Прошло немало лет, прежде чем были проведены серьезные исследования, в которых изучались реальные воздействия предложений Л. Келсо и М. Адлера по введению ESOP. Выяснилось, что предсказание Л. Келсо и М. Адлера о том, что увильвание от работы, попытки переложить трудовые обязанности на других сотрудников, полностью справедливо для всех видов хозяйственной деятельности, а введение планов владения акциями ограничивает демонстрируемую работниками тенденцию к уклонению от труда. Эти планы оказывали несомненное воздействие на поведение работников, несмотря на то что, согласно экономической теории рациональной личности, ESOP не должен был оказывать скольнибудь заметного эффекта, за исключением сотрудников «мельчайших» фирм. В соответствии с расчетами ее приверженцев, каждый работник должен был сделать

рациональный вывод, согласно которому он имеет возможность относиться к труду с прохладцей даже в случае введения плана владения акциями, так как положительные усилия каждого отдельного сотрудника разделяются на всех заинтересованных в деятельности компании лиц, а отрицательные ощущения от труда испытывает лишь конкретный работник, а значит, только на него распространяется и их отрицательное воздействие. Тем не менее все свидетельствует о том, что в фирме, в которой введен план участия в собственности, формируется культура отрицательного отношения к уваливанию от труда¹³. Кроме того, в процессе исследований выяснилось, что сотрудники фирм с действующими планами владения акциями — более состоятельные люди, возможно, потому, что такие планы поощряют в большей степени капиталистическую культуру¹⁴. Итак, более поздние исследования, проведенные специалистами по поведенческой экономике, отчасти подтвердили справедливость теории Л. Келсо и М. Адлера построенной прежде всего на интуитивных основаниях, хотя ее авторы не смогли сформулировать свое видение так, чтобы его серьезно восприняли приверженцы основного направления развития экономической теории того времени.

В «Новых капиталистах» (1961) Л. Келсо и М. Адлер предложили создать Корпорацию по страхованию рассеивания капитала, предоставлявшую гарантии на кредиты людям, нуждающимся в средствах для создания малых фирм, что способствовало бы увеличению степени разнообразия и учреждению новых компаний, которые со временем могли бы превратиться в более крупные предприятия. Это еще одно предложение, осуществление которого способно привлечь все больше и больше людей к процессу финансирования хозяйственной деятельности, в котором одновременно создаются положительные с точки зрения более высокой культуры бизнеса экстерналии.

13. Freeman (2000); Freeman et al. (2008).

14. Buchele et al. (2009).

В то время данное предложение было встречено как еще одна странная идея. Но и здесь Л. Келсо и М. Адлер опередили свое время. Приводимые ими доводы убедили некоторых лидеров конгресса США в необходимости изменений. В 1953 г. в США уже было создано Управление по делам малого бизнеса (SBA), пришедшее на смену учрежденной в эпоху Великой депрессии Корпорации финансирования реконструкции. Но оно выступало не столько гарантом по кредитам, сколько заимодателем. В своем первоначальном виде Управление по делам малого бизнеса было бы обречено на ликвидацию, обусловленную чрезмерным количеством плохих кредитов (соответствующие убытки ложились на плечи налогоплательщиков). Предположим, что предложение Л. Келсо и М. Адлера было бы осуществлено и общественность начала бы принимать участие в отборе получателей кредитов. Очень быстро стало бы очевидным, что Управление по делам малого бизнеса должно оставить реальное кредитования на усмотрение публики. Таким образом, произошла бы трансформация этого государственного агентства из заимодателя в частичного гаранта по кредитам малому бизнесу. Современная публика имеет стимулы к участию в рискованных предприятиях, избавляя налогоплательщика от необходимости целиком и полностью нести бремя издержек¹⁵. Управление по делам малого бизнеса США, безусловно, выполняет весьма полезную деятельность. Однако ее результаты могли бы быть значительно улучшены, если бы агентство уделяло большее внимание субсидированию наиболее перспективных инновационных идей малого бизнеса¹⁶.

15. Субсидирование малого бизнеса аналогично поддержке дошкольного образования, в том смысле, что оно помогает людям найти точку опоры в экономике. Тщательная оценка программ дошкольного образования помогает нам лучше понять, какие из них наиболее действенные. См. Neckman and Carneiro (2003).

16. Phelps and Tilman (2010).

Ограничение процесса концентрации

Начиная с глубокой древности человечество использовало для ограничения мощи крупных монополий законы о конкуренции. Однако в процессе развития современных капиталистических институтов очень крупные организации открыли новые возможности для осуществления своей деятельности. В ответ на это антимонопольная политика, регулируемая конкурентным правом, приобрела более агрессивный характер. Государство нередко принимает решения о разделении (или о запрете на создание) слишком крупных компаний, способных в значительной степени воспрепятствовать конкуренции. Лоббисты этих компаний обязательно попытаются сорвать принятие подобных решений, обосновывая возможные убытки от разделения субъектов хозяйствования. Но нельзя не признать, что антимонопольная практика несет с собой множество выгод.

Одним из следствий текущего финансового кризиса стали требования о необходимости установления барьеров на пути концентрации экономической мощи, но они не возымели сколько-нибудь заметного эффекта. В США, в соответствии с законом Додда — Франка (2010 г.), было введено ограничение на степень концентрации финансовых фирм: поскольку иное не предусматривается и за некоторыми исключениями ни одна из финансовых компаний не имеет права на слияние, консолидацию или приобретение другой компании, если в результате консолидированные обязательства новой организации «превысят 10% совокупных консолидированных обязательств всех финансовых компаний»¹⁷.

17. Dodd — Frank Act, H.R. 4173–37, 2010, Section 622. В первом годовом отчете Совета по надзору за финансовой стабильностью делается вывод о том, что «установление ограничений на степень концентрации будет способствовать сокращению морально-го ущерба, повышению финансовой стабильности, эффектив-

Установление пределов концентрации обосновывалось необходимостью ограничить последствия проблемы «слишком крупных для банкротства» компаний. Имеется в виду ситуация, когда некоторые финансовые компании приобретают настолько важное для экономики в целом значение, что в случае повышения вероятности их банкротства в ближайшем будущем государство обязано будет прийти им на выручку. Вероятно, установление этого лимита окажет положительное воздействие и на вопросы, которые мы рассматривали в этой главе, а именно необходимость большей демократизации финансовых рынков, учитывая растущее возмущение концентрацией богатства и власти.

Введенные ограничения существенные, но довольно слабые. Согласно исследованию, проведенному в 2011 г. американским Советом по надзору за финансовой стабильностью, доступные в настоящее время источники данных и определения не позволяют сделать точные выводы о том, какое количество финансовых фирм находится вблизи или уже превысило предел, установленный на уровне 10%; по всей видимости, к некоторым из них будут применены соответствующие статьи закона Додда—Франка¹⁸.

Вполне возможно, установление лимита на уровне 10% было обусловлено тем, что создатели этого закона не предполагали применения соответствующего положения уже в самое ближайшее время. И действительно, в США не было предпринято и не планируется осуществлять в будущем ничего, что позволило бы добиться уменьшения степени концентрации мощи финансовых компаний.

В качестве альтернативы установлению пределов концентрации государство могло бы просто ввести си-

ности, а также развитию конкуренции в финансовой системе США»; <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/annual-report.aspx> 127.

18. U. S. Financial Stability Oversight Council (2011): Figures 1–4, pp. 24–25.

стему стимулов, противодействующих значительному сосредоточению власти в финансовых фирмах. Сегодня в США действует прогрессивный налог на прибыли корпораций (крупные компании облагаются налогами по более высокой ставке). Однако разбиение налогоплательщиков на налоговые категории осуществлено таким образом, что более низкие ставки налогов применяются в отношении только самых маленьких по размерам фирм. Налоговое законодательство может быть организовано иначе, так чтобы противодействовать образованию действительно крупных финансовых фирм и поощрять деятельность в меньшей степени доминирующих субъектов хозяйствования. Более того, *Squam Lake Group* выступила с предложением о возможности систематического повышения требований к капиталу крупных системообразующих финансовых институтов¹⁹.

Совместное воздействие политических решений, направленных на распыление капитала

Одна из причин того, что в настоящее время в Америке царит дух равенства и граждане стремятся к участию в жизни общества, заключается в осуществлявшейся в прошлом политике, направленной на «измельчение» собственности на сельскохозяйственные земли, жилые дома и компании. Большинство людей не осознавали этого, но они являются свидетелями результатов государственной политики. Довольно часто мы пребываем в уверенности, что существующая структура собственности сформировалась естественным путем. Фактически широко распространенные сегодня формы собственности на сельскохозяйственные земли, жилые дома и компании, а также различные планы участия работников

19. French et al. (2009).

в собственности являются результатом государственной политики, сыгравшей важную роль в улучшении морального состояния общества. Однако использование для ее описания понятия «планы правительства» представляется неправильным. Действительно, государство предпринимает определенные действия, но идеи политики исходят только от самих граждан в ответ на испытываемые обществом тревоги.

В будущем нам необходимо быть начеку и не допускать концентрации экономической власти. Мы не должны прекращать усилия, направленные на распыление собственности на капитал. Эффективные и разумные действия в этом направлении позволят получить нам выгодные для всего общества чистые результаты, избежав деструктивных последствий для продуктивности, а также в возможно большей степени использовать новые разработки в сфере финансов и информационных технологий. Решение данной задачи потребует неусыпного внимания и непрерывных инноваций.

ГЛАВА 30

Великие заблуждения прошлого и наших дней

В 1910 ГОДУ вышла в свет книга английского парламентария Нормана Энджелла «Великое заблуждение. Очерк о мнимых выгодах военной мощи наций», в которой автор попытался развеять одну широко распространенную в то время опасную иллюзию. По словам Н. Энджелла, это великое заблуждение представляло собой «оптическую иллюзию», воспринимаемую «едва ли не как всеобщую идею». Автор имел в виду едва ли не всеобщее убеждение в том, что

...финансовая и промышленная стабильность государства, его благополучие с точки зрения коммерческой деятельности — короче говоря, его процветание и благосостояние зависят от его способности к военному противостоянию с другими агрессивно ведущими себя странами, которые обязательно, если они будут на это способны, предпримут попытку нападения, что якобы будет способствовать усилению их собственной мощи, а значит, их собственному процветанию и росту благосостояния, ценой более слабых покоренных народов¹.

Если говорить в двух словах, то идея, в соответствии с которой военные завоевания несут с собой экономическое преимущество, является заблуждением. Несмотря на все старания, Н. Энджеллу не удалось избавить мир от этого ошибочного представления. Вполне возможно, что именно оно стояло за бескомпромиссными

1. Angell (1910): 29–30.

и провокационными действиями правительств европейских государств, в конечном итоге приведшими к Первой мировой войне. Хотя публикация книги не повлекла за собой прекращения агрессивных действий, в 1934 г. Н. Энджелл был удостоен Нобелевской премии мира.

Н. Энджелл убедительно показал необоснованность «всеобщей идеи», но он не мог не видеть, что глубокая вера в нее сохраняется, то и дело «прорастая» в многочисленных речах, газетных статьях и книгах. Этот был политически дестабилизирующий стереотип, распространившийся во всех слоях общества. Широко и некритично была воспринята идея, согласно которой человек по натуре своей создание воинственное. На этом основании мы не имеем права на стенания по поводу жестокой реальности, но должны понять, что мы, живущие здесь и сейчас, являемся наследниками победителей в многочисленных прошедших войнах и обязаны воспринимать военные победы как выражение человеческого совершенства. Эта идея и допущение, согласно которому другие народы мыслят схожим образом, привели к ожиданиям неизбежной в будущем военной агрессии с их стороны и оправданию превентивных ударов — агрессии, которая могла бы привести к началу настоящей войны.

Сегодня это, когда-то общее заблуждение уже не считается универсальным. В XXI столетии найдется не так много людей, которые полагали бы, что Европе было бы экономически выгодно завоевать США, или наоборот. Едва ли кто-то придерживается мнения, что Япония значительно выиграла бы от покорения Кореи, или наоборот.

Но мы все еще подвержены во многом аналогичному заблуждению, иллюзии того, что деловые завоевания полностью оправданы в бизнесе, что в сфере хозяйствования никак не обойтись без агрессивных и бесчеловечных тактических приемов. Люди действительно *думают*, что в нашем обществе у богатых (в число которых входят и финансисты) имеется реальный естественный стимул к использованию нечестных методов экономической агрессии и покорения большинства населения.

Перейдем к конкретным примерам. Согласно преувеличивающим в обществе предположениям, компания *Goldman Sachs* заинтересована в сознательном обмане своих клиентов. Эти допущения якобы подтверждают ее действиями в 2007 г., когда *Goldman Sachs* настойчиво предлагала клиентам ценные бумаги, которые, по мнению самих сотрудников компании, были обречены на провал, поскольку они были созданы исключительно к выгоде одного крупного клиента — Paulson & Co. (информация об этом скрывалась). В то же самое время *Goldman Sachs* эффективно держала короткие позиции по этим самым ценным бумагам².

Другой пример. Согласно общепринятому допущению, финансовая корпорация *Countrywide* осознанно выпускала и секьюритизировала ипотечные кредиты, отказ от исполнения обязательств по которым, по мнению самой компании, был в конечном счете неизбежен. Неоднократно раздавались заявления о том, что крах субстандартной ипотеки, вызвавший нынешний финансовый кризис, стал результатом преднамеренного сговора *Countrywide* и других ипотечных заимодателей³.

Случаи нравственных падений, скорее всего, сыграли определенную роль в этих событиях. Но у нас нет оснований для утверждений, что эти институты действовали осознанно, обладая всей полнотой знаний о будущих результатах. Да, это были ошибочные действия, но компании никак не были *ex ante* заинтересованы в том, что в результате произошло.

Итак, в наши дни широкое распространение получило заблуждение, во многом аналогичное великой иллюзии Н. Энджелла. В соответствии с ним, финансовые

2. В 2010 г. *Goldman Sachs* достигла договоренности с Комиссией по ценным бумагам об уплате компанией штрафа в размере 550 миллионов долларов.

3. Проблемы в масштабе страны в целом были урегулированы благодаря соглашениям с главными прокурорами различных штатов; <http://countrywidesettlementinfo.com/>.

и промышленные компании будто бы имеют реальный стимул к тому, чтобы действовать в агрессивной отвратительной манере. Если оно не будет развеяно, негодование и озлобленность в отношении бизнеса будут отрицательно влиять на функционирование компаний, что способно уже в самом ближайшем будущем замедлить движение всего мира к благополучию и процветанию.

Великое заблуждение в 1910 г.

В то время когда Н. Энджелл работал над «Великим заблуждением», весь мир находился в ожидании будущей войны (впоследствии названной Первой мировой). Для этого были все основания, и прежде всего непрерывно усиливавшаяся, принявшая устрашающие масштабы гонка вооружений между европейскими странами. Она привела к распространению на континенте состояния беспокойства и неопределенности. Все выглядело так, будто каждая страна вооружается, опасаясь нападения враждебных государств. На первый взгляд, сложилась абсурдная ситуация, так как в действительности ни одна из стран не подвергалась угрозе нападения. Все только рассуждали о необходимости быть готовыми к «защите отечества». Опасность нападения была вызвана не этими словесами, но великим заблуждением.

Великая иллюзия, вера в примат человеческой агрессии, возникшая задолго до начала Первой и Второй мировых войн, в значительной степени была обусловлена необоснованной и слишком общей экстраполяцией эволюционной теории Ч. Дарвина на внешнюю политику государств того времени. Те, кто пытался распространить выводы великого ученого на государства-нации, фактически были плохо знакомы с его научными трудами. Более того, один из самых известных экстраполяторов, Фридрих Ницше, называл себя «анти-Дарвиным». Но даже этот философ был вынужден принять

ценностную ориентацию, близкую к концепции «выживают наиболее приспособленные»⁴.

В то время многие были убеждены, что человечество, подобно всем остальным живым существам, находится в состоянии непрерывной войны. Считалось, что все ныне живущие — это те, кому удалось выжить в жестокой борьбе, результатом которой являются человеческий разум и таланты.

В отличие от них, Н. Энджелл был убежден в абсурдности попыток любой из стран покорить другую, поскольку устройство современной экономики таково, что даже в случае победы завоеватель не извлечет из этого никаких экономических преимуществ. Вооруженные конфликты имели смысл в глубокой древности, но не в наше время. Согласно синопсису в начале (вышедшей в свет в 1910 г.) книги:

...в мире цивилизованной экономики богатство основывается на кредите и коммерческом контракте (вследствие усиления и расширения экономической взаимозависимости благодаря углублению разделения труда и развитию сферы коммуникаций). Попытка вмешаться в кредит и коммерческие контракты извне с целью конфискации будет означать исчезновение зависимо-го от кредита богатства, и этот крах непременно отразится и на положении завоевателя; следовательно, если завоеватель не желает нанести себе вред, он должен будет с уважением относиться к отношениям собственности в стане врага, так как в противном случае он становится экономически бесполезным. Отсюда бо-

4. Ф. Ницше писал: «Человек как биологический вид не развивается. Достигнуты высшие стадии, но они не длятся. Уровень представителей вида не повышается» (Nietzsche (1968 [1901]): Section 684, p. 365). «Ч. Дарвин до смешного переоценил влияние „внешних обстоятельств“: суть жизненного процесса заключается именно в огромной моделирующей, создающей форму внутренней силе, которая использует и эксплуатирует в своих интересах „внешние обстоятельства“» (Section 647, p. 344).

гатства завоеванной территории должны оставаться в руках ее населения⁵.

Н. Энджелл подчеркивал, что завоевание чужой страны не позволяет получить никаких реальных выгод, так как победитель едва ли обнаружит в ней что-либо действительно ценное. Он проанализировал репарационные платежи, которые были установлены Германией для Франции в результате победы первой во Франко-прусской войне 1870–1871 гг., и пришел к парадоксальному выводу, что в этой ситуации больше повезло не немцам, получавшим репарации, а вынужденным заплатить их французам. Как отмечает Н. Энджелл в главе под названием «Призрачность контрибуции», проблема заключалась в том, что большинство стран не располагали крупными резервами золота или других легко перемещаемых ценных вещей — их стоимость слишком мала, чтобы заплатить огромные репарации, которые требует сторона, победившая в современной войне. И поэтому репарации с неизбежностью приобретают форму экспорта новых товаров и услуг. Значит, чтобы заплатить репарации, страна, потерпевшая поражение в войне, будет вынуждена развивать неестественно крупномасштабную промышленность, ориентированную на экспорт. Другим следствием этой необходимости будет нечто вроде «демпинга» или «недобросовестной конкуренции», влекущих за собой жалобы сторонников свободной торговли. Получение поставок в счет репараций отрицательно отражается на положении дел в промышленности страны-победителя, следствием чего становится экономическая депрессия. Таким образом, победа в войне не приносит одержавшему ее государству ни малейших выгод:

Для современного государства увеличение территории ни на гран не увеличивает богатство его наро-

5. Angell (1910): vii–viii.

да, точно так же, как, например, аннексия Лондоном графства Хартфордшир никак не отразится на богатстве жителей столицы. Это изменение носит исключительно административный характер. Оно может оказаться плохим или хорошим само по себе, но, поскольку в современных экономических условиях взимание дани невозможно (это означает, что налоги, собираемые на данной территории, должны прямо или косвенно расходоваться на этой же территории), поражение в войне никак не отражается на фискальном положении людей⁶.

Еще один элемент этого великого заблуждения рассматривается Н. Энджеллом в главе под названием «Психологические причины войны». Сторонники военной агрессии утверждают, что победа в войне, демонстрируя героизм, отвагу и твердость воли, укрепляет моральный дух нации, и это психологическое преимущество народа-победителя оказывает стимулирующее воздействие и на экономику страны. Численно оценить это воздействие довольно трудно, но, как утверждает Н. Энджелл, нам прекрасно известно, что условием получения предполагаемых преимуществ воинственной философии является вечное бремя содержания вооруженных сил, а также необходимость оккупации мрачной и озлобленной побежденной страны. Чувство обиды и возмущение угнетенных в конечном итоге обойдутся слишком дорого с точки зрения эмоциональной атмосферы и риска будущей войны, что сводит на нет психологические преимущества победы в войне. В этом и заключается бремя империи, много раз встречавшееся в истории человечества.

Современники во многих случаях неправильно интерпретировали идеи Н. Энджелла. У них сложилось мнение, что автор «Великого заблуждения» уверен в невозможности войны, обусловленной взаимосвязанно-

6. Ibid., p. viii.

стью мира Нового времени. Внезапное начало Первой мировой войны в 1914 г. означало дискредитацию книги в глазах многих и многих людей. «Великое заблуждение» было подвергнуто осмеянию, а некоторые комментаторы цитировали избранные места из книги как свидетельство величайшей наивности, проявленной интеллектуалами в вопросе о реальных перспективах войны в современном мире.

Однако Н. Энджелл никогда и нигде не выступал с заявлениями о невозможности войны в настоящем и будущем. В издании «Великого заблуждения» (1933) автор выражал сожаление, что многие его современники не желают расстаться с великой иллюзией, и объяснял, что работа над книгой в 1908 г. рассеяла мучившие его в то время предчувствия чего-то подобного Первой мировой войне:

Предположим, что во время написания книги я уделил бы основное внимание неизбежности войны в том случае, если наши идеи и политика останутся неизменными. Простой читатель откликнулся бы на это еще более громким требованием строительства новых дредноутов. Автор видел и постарался выразить эту трудность. <...> Но моя попытка прояснить возможность избежания войны, видимо, привела к тому, что у некоторых читателей возникло впечатление о ее невероятности или «невозможности»⁷.

Как бывало много раз прежде и как неоднократно происходило впоследствии, самые содержательные и глубокомысленные дискуссии ограничены такими факторами, как их влияние на доверие общественности и возможные результаты открытого разговора об опасениях относительно будущего.

7. Angell (1933): 53.

Великое заблуждение относительно первопричин Первой мировой войны

Страхи, порожденные гонкой вооружений, предшествовавшей Первой мировой войне, обусловили состояние сознания европейцев, которое в 1914 г. привело к поразительно быстрому, лавинообразному началу военных действий. Поводы к переходу от мира к войне были многочисленны и разнообразны; но нам необходимо понять ее первопричины. Первая мировая война началась с незначительного, казалось бы, события: 28 июня 1914 г. экстремистская политическая группа осуществила в Сараево покушение на австрийского эрцгерцога Франца Фердинанда. В то время в масштабе мировой политики этот террористический акт казался не слишком важным. Вот как объяснял свои мотивы схваченный полицией террорист Гаврило Принцип: «Как югославский националист, я верю в создание независимого от Австрии государственного объединения всех южных славян»⁸.

Большая часть населения мира была сосредоточена на своих собственных проблемах, и сообщение о покушении в Сараево не привлекло особого внимания. Возникает вопрос: почему это малозначимое по меркам того времени событие стало непосредственным толчком к началу Первой мировой войны?

Первый цикл контура обратной связи завершился, когда Австрия предъявила ультиматум соседней Сербии, потребовав выполнения ряда условий (в частности, прекращения функционирования подземной железной дороги, использовавшейся для поддержки террористов). Сербия, у которой и без того были напряженные отношения с Австрией, отказалась выполнить одно из содержащихся в ультиматуме требований, и 28 июля 1914 г. австрийские войска вторглись на ее территорию. У обе-

8. Owings (1984): 56.

их стран были заключены военные союзы с другими государствами, которые тем самым оказались втянутыми в возникший военный конфликт. В результате внимание общественности переключилось на давние враждебные отношения между новыми участниками набравших ход событий. Остановить вспыхнувшую военную лихорадку было уже невозможно. После того как в ряде стран в ответ на требования общественности о вступлении в войну была осуществлена всеобщая мобилизация, ход событий приобрел необратимый характер, так как демобилизация оказалась невозможной по внутренним политическим причинам. Вот как оценивает гражданские чувства, превалировавшие в Европе в самом начале войны, современный историк Гордон Мартель (2008 г.):

Сегодня нам довольно трудно было бы вообразить себе время и место, когда война не только воспринималась бы как приемлемое событие, но и пользовалась бы большой популярностью. <...> Нам сложно понять тип мышления, при котором люди радостно приветствовали грядущую войну, — но они действительно ликовали: по всей Европе прокатились спонтанные демонстрации в поддержку национальных правительств, люди танцевали на улицах; мужчины устремились на призывные пункты, так как боялись, что война быстро закончится и они не успеют принять участие в ее сражениях; во всех европейских городах царил дух праздника и чувство общности; старая классовая вражда и политические распри были забыты, и им на смену пришли всеобщие патриотические настроения⁹.

Накал страстей был не только психологическим явлением. В его основе лежала идея, которую Н. Энджелл назвал великим заблуждением, — идея, породившая у отдельных людей подлинное чувство возможности самореализации, самоактуализации посредством участия в войне.

9. Martel (2008): 8.

Великое заблуждение в современном бизнесе

Великое заблуждение сохранялось в общественной дискуссии достаточно долгое время, успев проложить, как и предполагал в 1930-х гг. Н. Энджелл, путь к началу Второй мировой войны¹⁰. В наши дни эта иллюзия распространена в значительно меньшей степени, по крайней мере в отношении государств-наций.

Но и сегодня в обществе широко распространено представление о том, что корпорации и богачи заинтересованы в «новых завоеваниях» (примерно так же, как в прошлом эта идея применялась к государствам). Имеется в виду, что очень богатые люди нашего общества образуют группу, преследующую собственные интересы и агрессивно препятствующую любым, даже самым умеренным, попыткам перераспределения посредством налогов или регулирования, что, вероятно, привело бы к некоторому уменьшению принадлежащих им огромных состояний.

Многим может показаться, что накопление крупного состояния индивидом позволяет ему резко повысить самооценку. Почести, которых люди обычно удостоив-

10. Н. Энджелл ссылается на «японскую авантюру» и «полумистический национализм» гитлеризма (Angell 1933: 296). Он объясняет новое издание «Великого заблуждения» (1933) тем, что «проблема заключается не только в том, что „война не окупается“ (то есть не в том, что наша страна не получает преимуществ, наша гордость остается неудовлетворенной и мы не отстаиваем наши права). Мы намереемся показать, что наша политика, которая, как нам кажется, целиком и полностью оправдана, с неизбежностью ведет нас к войне» (р. 5). Идеальной Н. Энджеллу представляется политика, заключающаяся в том, что «эта организация [различных наций] должна будет принять на себя четкие политические и дипломатические обязательства» (р. 54). В наши дни его слова воспринимаются как предположение о создании организации, которая в конечном итоге превратилась в Европейский союз.

ваются за те или иные достижения, всегда могут быть поставлены под сомнение, поскольку они могли быть возданы по небрежности, случайно или за награждением стояли некие скрытые мотивы. Напротив, крупное богатство воспринимается как доказательство истинного таланта, неразрывно связанного с подлинной деловой хваткой. Подобные неоспоримые достижения не оставляют места никаким «глупостям». Победитель определяется в суровой борьбе, а не изнеженным интеллектуальным сообществом или малоизвестными чиновниками правительства. Однако деловые успехи вызывают у людей истинное восхищение только в том случае, если добившиеся их хозяйственники не выходят за рамки приличий. Чрезмерная рьяность в приобретении состояния и его сохранении осуждается, поэтому большинство наиболее богатых людей едва ли будут вести себя подобным образом.

В отношениях между классами, участвующими в хозяйственной деятельности, разворачивается процесс, во многом схожий с тем, который Н. Энджелл описывал как «призрачный характер контрибуции в возмещение ущерба». Представим себе, что богачам так или иначе удалось экономически подчинить себе большинство населения, вызывая озлобленность покоренного народа. Что из предоставляемого народом будет представлять ценность для «завоевателей»? И вновь это не могут быть ни золото, ни другие материальные блага (покоренное большинство уже лишено всего ценного). Богатые могут воспользоваться только услугами. Но предоставление последних потребовало бы изъятия соответствующих отраслей у владеющих ими богачей. В результате богатые люди и члены их семей неизбежно утратили бы чувство своего собственного предназначения и вовлеченности в дело.

Еще одной частью великого заблуждения являются описываемые Н. Энджеллом «психологические причины войны». Она используется для обоснования положения, в соответствии с которым люди и общественные

классы извлекают из обладания и надежного сохранения огромного богатства изначально присущие ему преимущества. Действительно, крупное состояние значительно повышает самооценку членов богатой семьи. Да, в определенных пределах богатство позволяет получить лучшее образование и открывает возможность посвятить себя разнообразным занятиям, так как состоятельным людям уже не нужно тратить время для того, чтобы заработать себе на жизнь. Но оно никак не влияет на общее психологическое состояние своих владельцев и, вероятно, не мотивирует богачей и их детей к достижению более высокого уровня.

Мир испытывает настоятельную потребность в развитии финансовой сферы, но рассматриваемое заблуждение угрожает полностью остановить его. Точно так же, как в преддверии обеих мировых войн новостные средства массовой информации поспособствовали упрочению великого заблуждения начала XX в., используя его как приманку для публики, точно так же они способствуют распространению великого заблуждения наших дней.

Великое заблуждение, которое удалось разглядеть Н. Энджеллу, было *идеей*, а идеи могут быть очень опасными, особенно те из них, которые способны сеять недоверие. Если говорить по существу, то эта идея, вполне возможно, стала причиной двух мировых войн. Во многом схожую опасность несет с собой идея, в соответствии с которой участвующие в бизнесе люди будут непреклонно стремиться к достижению богатства. Она, точно так же как и первая, сеет недоверие между людьми, что, в свою очередь, ограничивает возможности конструктивного бизнеса.

Удовлетворенность жизнью

Реальное удовлетворение, которое получает занимающийся бизнесом человек, не слишком связано с уровнем получаемой прибыли. Кто-то испытывает истинное

удовольствие от производства прекрасного товара. Источником удовлетворения других становится возможность оказания помощи потребителям. Третьим приносит удовлетворение осознание того, что они создают рабочие места для сограждан. И наконец, индивид может испытывать удовольствие от того, что он участвует в совместной деятельности с другими людьми, с которыми он имеет общие интересы в бизнесе.

В теории финансов нет ни слова о том, что люди должны ценить возможность делать деньги превыше всех других наград. Напротив, в соответствии с ее разработками, люди могут иметь различные предпочтения относительно всего и вся, что полностью согласуется с их стремлением пожертвовать частью своего дохода ради качества жизни. Да, конечно, некоторые из тех, кто занимает фидуциарные, доверительные должности (такие, как менеджеры инвестиционных фондов или предприятий, за исключением некоммерческих организаций или благотворительных корпораций), могут принимать на себя определенные обязательства о том, что они сосредоточат усилия исключительно на зарабатывании денег для своих клиентов или акционеров. Но даже в этом случае менеджеры принимают на себя эти обязательства только в той степени, в какой их проинформировали принципалы.

Возможно, кому-то будет трудно поверить, что люди могут посвятить себя финансам не только для того, чтобы сделать деньги, но руководствуясь иными причинами. Многим кажется, что в этой игре на табло высвечиваются только суммы заработка. Таким людям идея создания самого крупного из возможных состояния представляется естественной.

Но если мы пристальнее присмотримся к жизни *реальных* финансистов, у нас может сложиться совсем другое впечатление. Например, Джон Муди, основатель компании *Moody's Investors Service*, рассказывает в автобиографии, что подтолкнуло его к этому шагу. Он признает, что на какое-то время им завладела мечта зара-

ботать миллионы. Но, помимо нее, у Дж. Муди была «склонность к литературной или писательской деятельности» (пусть даже некто пребывает в уверенности, что в руководствах по инвестициям места литературе не остается)¹¹. Его мотивация не ограничивалась максимизацией прибыли: Дж. Муди выдал себе индульгенцию за занятие делом, которое приносило удовлетворение ему лично, что в конечном итоге привело его к успеху в финансах.

Многие из тех, кто интересуется финансами, идут в сферу регулирования. Зарабатывание денег — это не спортивное соревнование. Как ни удивительно, но есть люди, которые действительно предпочитают заниматься регулированием, заниматься финансами, не имея возможности сделать себе состояние. По их мнению, финансы интересны сами по себе. Удовлетворение от труда приносит не только прибыль. Его можно получать и в других формах.

Призрачность успеха завоеваний в бизнесе является зеркальным отражением иллюзорности реальной выгоды от контрибуции, уплачиваемой покоренными народами и рассматриваемой Н. Энджеллом (невозможность значительно обогатиться за счет покоренных стран). Точно так же не может почувствовать себя действительно счастливым человеком тот, кто сколотил богатство антиобщественными финансовыми средствами. У тех, кто хотел бы получить реальное удовлетворение от своего крупного состояния, имеется не слишком много возможностей. Основная из них — личное участие в его распределении на благотворительные цели. Владение особняком или несколькими особняками не приносит внутреннего удовлетворения, поскольку в данном случае начинает действовать закон убывающей отдачи. Одним страдания приносит эмоциональная отдаленность от большинства людей, другим, явно богатым индиви-

11. Moody (1933): 91.

дам, — собственный эгоизм и чувство социальной изоляции, не говоря уже о страхах тех, кто сколотил состояние вымогательством или посредством похищений людей.

И все же нам приходится иметь дело с общей презумпцией жестокого своекорыстия бизнеса, постоянно воспроизводимой новостными средствами массовой информации. Якобы крупный бизнес всегда готов к нападению, дожидаясь момента, когда наша обороноспособность немного ослабнет. В результате в обществе формируется атмосфера чрезмерной подозрительности, влекущая за собой социальные издержки, которые рассматривал еще Н. Энджелл.

Точно так же, как великое заблуждение в значительной степени ответственно за возникновение двух мировых войн, аналогичная иллюзия в бизнесе ведет к экономической неэффективности и разочарованиям. И здесь важная роль принадлежит людям, которые в силу своей профессии оказывают влияние на других, включая и преподавателей. Они должны направить свои усилия на избавление от этого заблуждения, что станет огромным шагом вперед в направлении построения идеального государства.

Агрессия в жизни и в бизнесе

Экономика со сложной финансовой сферой предлагает в значительной мере конструктивный выход для человеческой агрессии, сберегая тем самым немало жизней. Вот что писал об этом Ш.-Л. Монтескье в своем труде «О духе законов» (1773): «Дело в том, что дух торговли влечет за собой дух воздержания, бережливости, умеренности, трудолюбия, благоразумия, спокойствия, порядка и исправности, поэтому, пока этот дух держится, богатства, производимые им, не оказывают никакого дурного влияния. Зло наступает лишь после того, как этот дух торговли будет уничтожен излишним накоп-

лением богатств. Тогда все неурядицы неравенства, которые до той поры не давали себя чувствовать, вдруг выступают наружу»¹². Сам Ш.-Л. Монтескье не дожид до появления эволюционной теории Ч. Дарвина. Не совсем понятно, как в данном контексте следует понимать слова *дух*. Но, как представляется, мы будем недалеки от истины, утверждая, что французский писатель, правовед и философ говорит здесь о социальной среде, об уникальном устройстве человеческих существ, позволяющем вызывать изменения в наших агрессивных склонностях.

Этолог Конрад Лоренц в своей книге «Агрессия» (1966) пришел к выводу о том, что в процессе эволюции у большинства животных выработались запреты на применение всего доступного «вооружения» во внутривидовых конфликтах. Эти запреты препятствуют ненужному уничтожению сородичей. Степень их воздействия зависит от внешней среды; в процессе эволюции различных видов у их представителей выработались специфические механизмы сдерживания агрессии в зависимости от привычной им обстановки. Изменение внешней среды может привести к отклонениям от нормального функционирования рассматриваемых нами запретов. В качестве примера К. Лоренц рассматривает поведение голубей, этих символов мира. Но если клетки двух голубей будут поставлены рядом друг с другом (тем самым исследователь создает искусственную внешнюю среду), когда птицы не могут отделиться друг от друга и спастись бегством, более сильная особь, победив в схватке, старательно добывает своего собрата. При этом никаких запретов не возникает¹³.

Другой этолог, Франс де Валь, в своей книге «Установление мира у приматов» (1990) подробно описал поведение представителей четырех видов приматов —

12. Montesquieu (1773): Volume 1, pp. 54–55.

13. Lorenz (1966). Пример о голубях приводится на р. 232.

шимпанзе, макак-резус, медвежьих макак и карликовых шимпанзе (бонобо). Все они отделены от человека миллионами лет эволюции и выработали различные методы ослабления конфликтов с представителями своего вида после периодически вспыхивающих ссор. В некоторых случаях они напоминают распространенные у людей методы, в других — значительно отличаются от поведенческих матриц человека. Приматы каждого из четырех видов использовали специфические формы контролируемой агрессии и улаживания споров. Если шимпанзе чаще всего использовали поцелуи, помещение пальцев в рот друг другу и засосы, то медвежьи макаки демонстрировали свои задние части и инспектировали гениалии друг друга. Но, независимо от специфики форм, поведение приматов служило одной общей цели — оно выступало своего рода амортизирующими механизмами, предназначенными для примирения конфликтующих друг с другом интересов¹⁴. Ф. де Валь задается вопросом: почему так мало людей выбирают для своего поведения присущие приматам матрицы ограниченной агрессии в контексте следующих за агрессией матриц примирения? Это тем более удивительно, что данное поведение способствовало бы формированию более стабильного и эффективного общества. К сожалению, эволюция моделей агрессии и примирения происходила в небольших по численности особей группах, и они далеко не всегда столь же успешно проявляют себя в общегосударственном или международном масштабах: человеческие институты должны строиться так, чтобы они позволяли конструктивно использовать рассматриваемые нами модели поведения.

В 2011 г. была опубликована книга Стивена Пинкера «Лучшие ангелы человеческой природы: почему уменьшился уровень насилия». Автор анализирует данные ряда исследований, согласно которым за последние не-

14. De Waal (1990): 234.

сколько тысяч лет в процессе эволюционного развития человеческое общество научилось лучше использовать встроенные поведенческие модели ограничения агрессии, что привело к резкому уменьшению проявлений насилия по сравнению с временами, когда род человеческий занимался охотой и собирательством. С. Пинкер отмечает, что механизмы агрессивности встроены непосредственно в мозг человека. Например, внезапный приступ гнева может быть вызван искусственным путем с использованием электродов, имплантированных вблизи области мозга, известной как «дуга ярости». Для того чтобы остановить припадок, достаточно прекратить подачу электрических импульсов. Вероятно, в мозг заложена и программа, способная вызывать буйное поведение или так называемую упреждающую панику. В случае запуска она облегчает присоединение к группе для участия в расправе над другой, более уязвимой группой особей. Однако, как убежден С. Пинкер, насилие не относится «к таким вечным потребностям, как голод, секс или сон». Человек может прожить целую жизнь, так и не испытав необходимости во включении «упреждающей паники». Общество имеет возможность контролировать этих «внутренних демонов», если оно поощряет «мягкую коммерцию», «расширенный круг» взаимосвязей и другие социально-конструктивные институты¹⁵.

Современное общество — результат размышлений лучших представителей многих поколений человечества над проблемами обуздания присущей людям склонности к проявлениям агрессии и избегания ситуаций, в которых человеку приходится противостоять своякорыстному поведению других, когда обиды становятся непереносимыми, а агрессия переходит в открытое насилие. Достигнутый прогресс во многом способствовал упрочению финансового капитализма, а одним из его результатов стали ограничения на отрицательные

15. Pinker (2011): Kindle edition, locations 15155, 15295.

последствия, беспокойства, причиняемые неравенством, о которых говорил Ш.-Л. Монтескье. Мы располагаем налоговой системой и системой предоставления общественных благ, противодействующими человеческой агрессии (которая ведет к огорчительному неравенству), пусть даже, как мы отмечали, бессистемно и на авось.

Финансы и урегулирование конфликтных ситуаций

Альберт Хиршман в своей книге «Страсти и интересы» (1977) прослеживает историю дискуссии о человеческих страстях и происхождение концепции капитализма¹⁶. Человек, «такой, каким он является на самом деле», движим страстями, которые часто приводят к возникновению конфликта. Избавление от страстей невозможно. Они — часть естественного человеческого существования. В результате мировая история в значительной степени представляет собой черед восстаний и войн. Но, как убежден А. Хиршман, в XVII столетии зарождается и начинает постепенно распространяться идея, в соответствии с которой самая главная надежда на сокращение ущерба, причиняемого неограниченным выражением этих страстей, заключается в создании ситуации, когда у людей появляются интересы, противодействующие страсти. Одно из средств их обуздания — современная экономика с развитыми в ней сложными деловыми интересами.

А. Хиршман прослеживает ход развития мысли от Фрэнсиса Бэкона до Томаса Гоббса, от Никколо Макиавелли до Шарля-Луи де Монтескье и Джеймса Стюарта. Он рассматривает развитие капитализма с точки зрения постепенного упадка понятия военной славы как конечной цели, которая могла бы оправдать проявле-

16. Hirschman (1977).

ние злокачественных страстей, признания несовершенства человека и понимания необходимости контроля над человеческими страстями для недопущения войн. Учитывая это несовершенство, концепция предполагает формирование структуры, способствующей возникновению «противодействующих страстей», в которой люди руководствуются «материальными интересами». Говоря о материальных интересах, обычно имеют в виду финансовые интересы: владение собственностью, акциями, облигациями или долгосрочными контрактами с работодателями.

Авторы некоторых научных статей предпринимали попытки проверки гипотезы об экономической взаимосвязанности, которая помогает воспрепятствовать войне. В книге политологов Брюса Рассета и Джона Онила «Треугольный мир» представлен статистический анализ данных о проходивших в 1886–1992 гг. войнах¹⁷. Авторы пришли к выводу, что для любой данной пары стран вероятность войны между ними может быть определена посредством измерения значений трех переменных: экономической взаимосвязанности, демократических традиций и членства в международных организациях. Все три фактора помогают воспрепятствовать войне; и в тех случаях, когда они имеют наиболее благоприятные значения, вероятность войны уменьшается на 71%.

В числе этих трех факторов наиболее важной, как обнаружили Б. Рассет и Дж. Онил, является экономическая взаимосвязанность. Правильно интерпретировать ее роль в «принуждении к миру» не так-то просто. Международная экономическая деятельность может способствовать развитию соответствующих коммуникаций и формированию «транснациональной идентичности» (если использовать термин, предложенный политологом Брюсом Кронином) или «воображаемого сообщества» (в терминологии политолога Бенедикта Ан-

17. Russett and Oneal (2001).

дерсона)¹⁸. Но это отношение может быть и мнимым: возможно, существует более высокая вероятность того, что для дружественных стран на первом месте стоит торговля друг с другом.

Б. Рассет и Дж. Онил интерпретировали воздействие экономической взаимосвязанности, измеряя долю внешнеторговых потоков относительно ВВП, в соответствии с ходом развития мысли, описанным А. Хиршманом. Внешнеэкономическая деятельность порождает интерес к сохранению мира. Конечно, возможны и другие трактовки, но, как представляется, торговля обуславливает повышение издержек конфликта и увеличение выгод сохранения мира¹⁹.

Несколько столетий назад Ш.-Л. Монтескье утверждал, что «движимое богатство» препятствует возникновению войн, поскольку способствует возникновению непредвиденных и значительных последствий военных действий любого рода. Если две страны могут свободно осуществлять инвестиции в экономику друг друга и так же свободно изымать вложенные средства, в этой ситуации у собственников капитала возникает стимул к тому, чтобы использовать свое влияние для недопущения войны.

В большинстве исследований, в которых изучались различные войны, для измерения экономических взаи-

18. Cronin (1999); Anderson (1991).

19. Д. Асемоглу и П. Яред приводят пример обратной причинно-следственной связи, когда изменения в расстановке политических сил приводят к росту милитаризма, что влечет за собой сокращение внешней торговли (Acemoglu and Yared 2010). Опираясь на данные ряда исследований, в которых изучались случаи разрыва стабильных мирных отношений, Ч. Купчан утверждает, что, по всей видимости, на ранних фазах процесса установления устойчивого мира, когда происходит одностороннее приспособление и предпринимаются первые шаги к взаимной сдержанности, экономическая интеграция не оказывает существенного влияния. Ее значение возрастает на более поздних этапах, когда странам удалось постепенно построить доверительные отношения друг с другом. См. Kupchan (2010): 400.

мосвязей, как и в работе Б. Рассета и Дж. Онила, использовались данные о внешней торговле. Но Эрик Гартцке, Куан Ли и Чарльз Бемер обнаружили, что значительно более надежным показателем, позволяющим предсказать вероятность войны, является *финансовая* взаимосвязь, выражающаяся в потоках капитала²⁰. Используя соответствующие данные за 1951–1985 гг., исследователи показали, что прямые иностранные инвестиции, исчисленные как процентная доля в ВВП, помогают объяснить конфликты с применением оружия между отдельно взятыми парами стран: чем выше рассматриваемый показатель, тем ниже вероятность военных действий, даже с учетом переменных, предложенных Б. Рассетом и Дж. Онилом.

Вероятно, в основе того, что финансовая взаимосвязь способна помочь предотвратить войну, лежат более глубокие причины, чем ассоциирующиеся с воспринимаемым риском движения капитала. Финансовая взаимозависимость предоставляет еще один выход для агрессии, цивилизованную «сцену» для проявлений агрессивных импульсов и внешнюю среду в которой для каждого из игроков тщательно подбирается, а не произвольно определяется военным командованием наиболее подходящая степень подверженности риску. Процесс создания детально проработанных и разнообразных правил ведения бизнеса можно сравнить с двумя голубями К. Лоренца, помещенными в соседние клетки и сражающимися не на жизнь, а на смерть. Если бы у них было больше пространства, это позволило бы «развести» конфликтные интересы. Таким образом, финансовое развитие, возможно, приведет нас к более доброму и мягкому обществу (если оно способно быть добрым и мягким).

Развитие современных вооружений, и в частности оружия массового поражения, означает, что создание средств ограничения агрессия превращается в импера-

20. Gartzke et al. (2001).

тив. Предположение о том, что мы способны создать такой механизм, не представляется нереалистичным. Развитие финансового капитализма, его демократизация и гуманизация позволят нам навсегда распрощаться с «великим заблуждением» и избавиться от его последствий.

Литература

- Acemoglu, Daron, and Pierre Yared. (2010). "Political Limits to Globalization". *American Economic Review* 100 (2): 83–88.
- Acharya, Viral, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter. (2010). "Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007–2009". *Foundations and Trends in Finance* 4: 247–325.
- Acharya, Viral, Matthew Richardson, Stijnvan Nieuwerburgh, and Lawrence J. White. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Adelino, Manuel, Antoinette Schoar, and Felipe Severino. (2011). "Credit Supply and House Prices: Evidence from Mortgage Market Segmentation". Unpublished paper, Tuck School, Dartmouth College.
- Akerlof, George A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Akerlof, George A. (1976). "The Economics of Caste and of the Rat Race and Other Woeful Tales". *Quarterly Journal of Economics* 90 (4): 599–617.
- Akerlof, George A., and Rachel E. Kranton. (2010) *Identity Economics: How Our Identities Shape Our Work, Wages, and Well-Being*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Akerlof, George A., and Paul M. Romer. (1994). "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit". National Bureau of Economic Research Working Paper R1869.
- Akerlof, George A., and Robert J. Shiller. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Allen, Noelle. (1993). *Confessions of a Tax Accountant*. Cupertino, CA: Canyon View Institute.
- Anderson, Benedict. (1991). *Imagined Communities: Reflections on the Origin and Spread of Nationalism*. London: Verso.

- Angell, Norman. (1910). *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to Their Economic and Social Advantage*. New York: G. P. Putnam's Sons.
- Angell, Norman. (1933). *The Great Illusion 1933*. New York: G. P. Putnam's Sons.
- Aristotle. (1977). *Politics*, trans. Benjamin Jowett. New York: Forgotten Books.
- Arnett, Jeffrey. (1994). "Sensation Seeking: A New Conceptualization and a New Scale". *Personality and Individual Differences* 16 (2): 289–296.
- Arrow, Kenneth. (1964). "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing". *Review of Economic Studies* 31: 91–96.
- Arrow, Kenneth. (1998). "What Has Economics to Say about Racial Discrimination?" *Journal of Economic Perspectives* 12 (2): 91–100.
- Athanasoulis, Stefano G., and Robert J. Shiller. (2001). "World Income Components: Measuring and Exploiting Risk-Sharing Opportunities". *American Economic Review* 91 (4): 1031–1054.
- Bachelier, Louis. (1900). "Théorie de la Spéculation". *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure, 3e Série* 17: 21–86.
- Bagehot, Walter. (1896). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Tenth Edition, London: Kegan Paul, Trench, Trubner & Co. Ltd.
- Banerjee, Abhijit V., and Esther Duflo. (2010). "Giving Credit Where It Is Due". Unpublished paper, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology.
- Barnett, Barry J., and Oliver Mahul. (2007). "Weather Index Insurance for Agriculture and Rural Areas in Lower-Income Countries". *American Journal of Agricultural Economics* 5: 1241–1247.
- Barr, Michael S. (2004). "Banking the Poor". *Yale Journal of Regulation* 21: 121–237.
- Barro, Robert J. (1974). "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095–1117.
- Bartels, Larry M. (2005). *Economic Inequality and Political Representation*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bebchuk, Lucian, and Jesse Fried. (2006). *Pay without Performance: The Unfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Becker, Jasper. (1997). *Hungry Ghosts: Mao's Secret Famine*. New York: Free Press.
- Berg, Joyce, Robert Forsythe, Forrest Nelson, and Thomas Rietz. (2008). "Results from a Dozen Years of Election Futures Markets Research". In Vernon Smith, ed., *Handbook of Experimental Economic Results*, Volume 1, 742–752. Amsterdam: North-Holland.

- Berger, Helge, and Albrecht Ritschl. (1995). "Germany and the Political Economy of the Marshall Plan 1947–1952: A Re-Revisionist View". In Barry J. Eichengreen, ed., *Europe's Post-War Recovery, 199–245*. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge.
- Berk, Jonathan B., and Richard C. Green. (2004). "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets". *Journal of Political Economy* 112 (6): 1269–1295.
- Berle, Adolf A., and Gardiner C. Means. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- Bernasek, Anna. (2010). *The Economics of Integrity*. New York: Harper-Collins.
- Bhagwati, Jagdish, and T. N. Srinivasan. (1994). *India's Economic Reforms*. Delhi: Ministry of Finance.
- Black, Fischer. (1986). "Noise". *Journal of Finance* 41 (3): 529–543.
- Black, Fischer, and Myron Scholes. (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy* 81 (3): 637–654.
- Blank, Rebecca M., and Michael S. Barr, eds. (2009). *Insufficient Funds: Savings, Assets, Credit and Banking among Low-Income Households*. New York: Russell Sage Foundation.
- Bloom, Paul. (2004). *Descartes' Baby: How the Science of Child Development Explains What Makes Us Human*. New York: Basic Books.
- Bodnaruk, Andriy, and Andrei Simonov. (2011). "Do Financial Experts Make Better Investment Decisions?" Unpublished paper, Department of Economics, University of Notre Dame.
- Bogle, John C. (2009). *Enough: True Measures of Money, Business, and Life*. New York: Wiley.
- Boness, A. J. (1964). "Elements of a Theory of Stock Option Value". *Journal of Political Economy* 72: 163–175.
- Bowles, Samuel, and Herbert Gintis. (2011). *A Cooperative Species: Human Reciprocity and Its Evolution*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Brickley, James A. (1983). "Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend". *Journal of Financial Economics* 12: 187–209.
- Brischoux, F., S. Chakraborty, D. Brierley, and M. Ungless. (2009). "Phasic Excitation of Dopamine Neurons in Ventral VTA by Noxious Stimuli". *Proceedings of the National Academy of Sciences of the USA* 106 (12): 4894–4899.
- Broad, David B. (1996). "The Social Register: Directory of America's Upper Class". *Sociological Spectrum* 16 (2): 173–181.

- Brosnan, Sarah. (2009). "Responses to Inequity in Non-Human Primates". In Paul Glimcher, Colin Camerer, Ernst Fehr, and Russell Poldrack, eds., *Neuroeconomics: Decision Making and the Brain*, 285-302. Amsterdam: Elsevier.
- Buchele, Robert, Douglas Kruse, Loren Rodgers, and Adria Scharf. (2009). "Show Me the Money: Does Shared Capitalism Share the Wealth?" National Bureau of Economic Research Working Paper 14830.
- Bucks, Brian K., Arthur B. Kennickell, Traci L. Mach, and Kevin B. Moore. (2009). "Changes in U. S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances". *Federal Reserve Bulletin* February: A1-A56.
- Buettner, Russ. (2011). "Reaping Millions in Nonprofit Care for Disabled". *New York Times*, August 2, <http://www.nytimes.com/2011/08/02/nyregion/for-executives-at-group-homes-generous-pay-and-little-oversight.html?pagewanted=all>.
- Buffett, Warren. (2010). "My Philanthropic Pledge". *Fortune*, July 5, 86-87.
- Buonomano, Dean. (2011). *Brain Bugs: How the Brain's Flaws Shape Our Lives*. New York: W. W. Norton.
- Burman, Leonard, Robert Shiller, Gregory Leiserson, and Jeffrey Rohaly. (2007). "The Rising Tide Tax System: Indexing the Tax System for Changes in Inequality". Unpublished paper, Department of Economics, Syracuse University, <http://www.newfinancialorder.com/burman-nyu-030807.pdf>.
- Bush, Vannevar. (1945). *Science: The Endless Frontier*. Washington, DC: U. S. Government Printing Office.
- Cabré, Anna, and Juan Antonio Módenes. (2004). "Homeownership and Social Inequality in Spain". In *Home Ownership and Social Inequality in a Comparative Perspective*, 233-254. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Calhoun, Craig. (2012). "Shared Responsibility". In Jacob Hacker and Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibilities, Shared Values*, 8-16. New York: Oxford University Press.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. (1988a). "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors". *Review of Financial Studies* 1 (3): 195-228.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. (1988b). "Stock Prices, Earnings and Expected Dividends". *Journal of Finance* 43 (3): 661-676.
- Caplin, Andrew, Sewin Chan, Charles Freeman, and Joseph Tracy. (1997). *Housing Market Partnerships: A New Approach to a Market at Crossroads*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Carnegie, Andrew. (1889). "Wealth". *North American Review* 148 (391): 653–664.
- Carnegie, Andrew. (1901). *The Gospel of Wealth and Other Timely Essays*. New York: Century.
- Castor, Belmiro V. J. (2002). *Brazil Is Not for Amateurs: Patterns of Governance in the Land of 'Jeitinho'*, trans. A. W. McEachern. Bloomington, IN: Xlibris.
- Center on Philanthropy at Indiana University. (2011). *Giving USA 2011: The Annual Report on Philanthropy for the Year 2010 — Executive Summary*. Giving USA Foundation, http://big.assets.huffingtonpost.com/GivinGUSA_2011_ExecSummary_Print-1.pdf.
- Chen, Shaohua, and Martin Ravallion. (2007). *Absolute Poverty Measures for the Developing World, 1981–2004*. Washington, DC: World Bank, Development Research Group.
- Chevalier, Judith, and Glenn Ellison. (1999). "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance". *Journal of Political Economy* 54 (3): 875–899.
- Čihák, Martin. (2006). *How Do Central Banks Write on Financial Stability? Working Paper WP/06/163*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Cochrane, John. (1991). "Volatility Tests and Efficient Markets: A Review Essay". *Journal of Monetary Economics* 27: 463–485.
- Cohen, Randolph, Christopher Polk, and Tuomo Vuolteenaho. (2003). "The Value Spread". *Journal of Finance* 58: 609–642.
- Conant, Charles A. (1904). *Wall Street and the Country: A Study of Recent Financial Tendencies*. New York: G. P. Putnam's Sons.
- Cronin, Bruce. (1999). *Community under Anarchy: Transnational Identity and the Evolution of Cooperation*. New York: Columbia University Press.
- Davis, Ed L. (1917). "The Refunding Mortgage: A [sic] Amortizing Method for Small Mortgage Loans". *Bankers' Magazine* 95 (3): 323–326.
- Davis, John E. (2006). *Shared Equity Ownership: The Changing Landscape of Resale-Restricted, Owner-Occupied Homes*. Montclair, NJ: National Housing Institute.
- Dean, Lois R. (1954). "Union Activity and Dual Loyalty". *Industrial and Labor Relations Review* 7 (4): 526–536.
- De Lazowski. (1788). "Observations Made in a Tour in Switzerland [sic]". *Columbian Magazine* 2 (12): 688–693.
- Della Vigna, Stefano, John A. List, and Ulrike Malmendier. (2011). "Testing for Altruism and Social Pressure". Unpublished paper, Department of Economics, University of California at Berkeley.

- De Waal, Frans. (1990). *Peacemaking among Primates*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Diamond, Douglas, and Philip Dybvig. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy* 91 (3): 401–419.
- Dixit, Avinash K., and Robert S. Pindyck. (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Djilas, Milovan. (1982) [1957]. *The New Class: An Analysis of the Communist System*. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Douglas, William O. (1940). *Democracy and Finance*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Duflo, Esther. (2011). "Balancing Growth with Equity: The View from Development". Paper presented at the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2011/2011.Duflo.Paper.pdf>.
- Dugan, Ianthe Jeanne. (2005). "Sharpe Point: Risk Gauge Misused". *Wall Street Journal*, August 31, C1.
- Dugan, Ianthe Jeanne, Thomas M. Burton, and Carrick Mollenkamp. (2002). "Portrait of a Loss: Chicago Art Institute Learns Tough Lesson about Hedge Funds". *Wall Street Journal*, February 1, A1.
- Edwards, George W. (1938). *The Evolution of Finance Capitalism*. New York: Longmans, Green.
- Esterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel. (1985). "Limited Liability and the Corporation". *University of Chicago Law Review* 52 (1): 89–117.
- Fabozzi, Frank J., and Franco Modigliani. (1992). *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
- Fabozzi, Frank J., Robert J. Shiller, and Radu Tunaru. (2010). "Hedging Real-Estate Risk". *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue 35 (5): 92–103.
- Fair, Ray C., and Robert J. Shiller. (1990). "Comparing Information in Forecasts from Econometric Models". *American Economic Review* 80 (3): 375–389.
- Falke, Armin. (2004). "Charitable Giving as a Gift Exchange: Evidence from a Field Experiment". IZA Discussion Paper 1148. University of Bonn.
- Fama, Eugene F. (1965). "Random Walks in Stock Market Prices". *Financial Analysts Journal* 21 (5): 55–59.
- Fama, Eugene F., and Kenneth French. (2005). "Financing Decisions: Who Issues Stock?" *Journal of Financial Economics* 76 (3): 549–574.
- Fehr, Ernst. (2009). "Social Preferences and the Brain". In Paul Glim-

- cher, Colin Camerer, Ernst Fehr, and Russell Poldrack, eds., *Neuroeconomics: Decision Making and the Brain*, 215–230. Amsterdam: Elsevier.
- Festinger, Leon. (1954). “A Theory of Social Comparison Processes”. *Human Relations* 7: 117–140.
- Festinger, Leon. (1957). *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Fiorillo, Christopher D., Philippe N. Tobler, and Wolfram Schultz. (2003). “Discrete Coding of Reward Probability and Uncertainty by Dopamine Neurons”. *Science* 299 (5614): 1898–1902.
- Fisher, Irving. (1933). “The Debt Deflation Theory of Great Depressions”. *Econometrica* 1 (4): 337–357.
- Fliessbach, K., B. Weber, P. Trautner, T. Dohmen, U. Sunde, C. E. Elger, and A. Falk. (2007). “Social Comparison Affects Reward-Related Brain Activity in the Human Ventral Striatum”. *Science* 318 (5854): 1305–1308.
- Frank, Robert H. (2011). *The Darwin Economy: Liberty, Competition, and the Common Good*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Franklin, Benjamin. (1787). “Information for Those Who Wish to Remove to America”. *The American Museum or, Repository of Ancient and Modern Fugitive Pieces &c.* 2: 211–216.
- Fraser, Steve. (2009). *Wall Street: America’s Dream Palace*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Freeman, Richard B. (2000). “Work-Sharing to Full Employment: Serious Option or Populist Fallacy?” In Richard B. Freeman and Peter Gottschalk, eds., *Generating Jobs: How to Increase Demand for Less-Skilled Workers*, 195–222. New York: Russell Sage Foundation.
- Freeman, Richard, Douglas Kruse, and Joseph Blasi. (2008). “Worker Responses to Shirking under Shared Capitalism”. National Bureau of Economic Research Working Paper 14227.
- French, Kenneth R. (2008). “The Cost of Active Investing”. *Journal of Finance* 3 (4): 1537–1573.
- French, Kenneth R., et al. (2009). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Freud, Sigmund. (1952) [1930]. *Civilization and Its Discontents*, trans. Joan Reviere. The Major Works of Sigmund Freud. Chicago: William Benton/Encyclopaedia Britannica.
- Friedman, Milton (with Rose D. Friedman). (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, Milton, and Simon Kuznets. (1945). *Income from Independent Professional Practice*. New York: National Bureau of Economic Research.

- Gale, David., and Lloyd S. Shapley. (1962). "College Admissions and the Stability of Marriage". *American Mathematical Society Monthly* 69 (1): 9–15.
- Gartner, John D. (2005). *The Hypomaniac Edge: The Link between (a Little) Crazy and (a Lot of) Success in America*. New York: Simon and Schuster.
- Gartzke, Erik, Quan Li, and Charles Boehmer. (2001). "Investing in Peace: Economic Interdependence and International Conflict". *International Organization* 55 (2): 391–438.
- Geanakoplos, John. (2009). "The Leverage Cycle". In *NBER Macroeconomics Annual 2009*, 1–65. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Geanakoplos, John. (2010). "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle". Working Paper 1751. New Haven, CT: Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Gelman, Susan, and Paul Bloom. (2000). "Young Children Are Sensitive to How an Object Was Created When Deciding What to Name It". *Cognition* 76 (2): 91–103.
- Gilpin, William J., and Henry E. Wallace. (1905). *Clearing House of New York City; New York Clearing House Association, 1854–1905*. New York: M. King.
- Gintis, Herbert, Samuel Bowles, Robert Boyd, and Ernst Fehr. (2005). *Moral Sentiments and Material Interests: The Foundations of Cooperation in Economic Life*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Glezer, Laurie, Xiong Jiang, and Maximilian Riesenhuber. (2009). «Evidence for Highly Selective Neuronal Tuning to Whole Words in the 'Visual Word Form Area'». *Neuron* 62 (2): 199–204.
- Glick, Reuven, and Kevin J. Lansing. (2010). "Global Household Leverage, House Prices, and Consumption". *FRBSF Economic Letter* 2010–2011, <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2010/el2010-01.html>.
- Glimcher, Paul. (2011). *Foundations of Neuroeconomic Analysis*. New York: Oxford University Press.
- Goetzmann, William, Roger Ibbotson, Matthew Spiegel, and Ivo Welch. (2002). "Sharpening Sharpe Ratios". National Bureau of Economic Research Working Paper 9116.
- Gollier, Christian. (2008). "Intergenerational Risk-Sharing and Risk-Taking of a Pension Fund". *Journal of Public Economics* 92:1463–1485.
- Gorton, Gary. (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Oxford: Oxford University Press.
- Gorton, Gary. (2011). "Review [of books by Michael Lewis and Gregory Zuckerman]". *Journal of Economic Literature* 49: 450–453.

ЛИТЕРАТУРА

- Gorton, Gary, and Guillermo Ordoñez. (2012). "Collateral Crises". Unpublished paper, Department of Finance, Yale University.
- Gorton, Gary, and Andrew Winton. (1995). "Bank Capital Regulation in General Equilibrium". National Bureau of Economic Research Working Paper w5244.
- Graetz, Michael J. (1979). "Implementing a Progressive Consumption Tax". *Harvard Law Review* 92 (8): 1575–1661.
- Granick, David. (1960). *The Red Executive: A Study of the Organization Man in Russian Industry*. Garden City, NY: Doubleday.
- Griffiths, John C. (2003). *Hostage: The History, Facts & Reasoning behind Political Hostage Taking*. London: Andre Deutsch.
- Grinblatt, Mark, Matti Keloharju, and Juhani Linnainmaa. (2011). "IQ and Stock Market Participation". *Journal of Finance* 66 (6): 2121–2164.
- Gross, L. (1982). *The Art of Selling Intangibles: How to Make Your Million (\$) by Investing Other People's Money*. New York: New York Institute of Finance.
- Grossman, Sanford, and Joseph Stiglitz. (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review* 70: 393–408.
- Gruber, Martin J. (1996). "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Funds". *Journal of Finance* 51 (3): 783–810.
- Hacker, Jacob, and Paul Pierson. (2010). *Winner-Take-All Politics: How Washington Made the Rich Richer — and Turned Its Back on the Middle Class*. New York: Simon and Schuster.
- Hansmann, Henry. (1990). "Why Do Universities Have Endowments?" *Journal of Legal Studies* 19: 3–42.
- Hansmann, Henry, Daniel Kessler, and Mark McClellan. (2003). "Ownership Form and Trapped Capital in the Hospital Industry". In Edward Glaeser, ed., *The Governance of Not-for-Profit Organizations*, 45–70. Chicago: University of Chicago Press.
- Harbough, William T. (1998). "The Prestige Motive for Making Charitable Transfers". *American Economic Review* 88 (2): 277–288.
- Harriss, C. Lowell. (1951). *History and Policies of the Home Owners' Loan Corporation*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Hayek, F. A. (1944). *The Road to Serfdom*. London: Routledge.
- Hayek, F. A. (1945). "The Use of Knowledge in Society". *American Economic Review* 35 (4): 519–530.
- Heckman, James J., and Pedro Carneiro. (2003). "Human Capital Policy". In James J. Heckman and Alan B. Krueger, *Inequality in America: What Role for Human Capital Policies?*, 77–239. Cambridge, MA: MIT Press.

- Hellman, Thomas, and Manju Puri. (2002). "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence". *Journal of Finance* 57 (1): 169-197.
- Hertzberg, Andrew. (2011). "Exponential Individuals, Hyperbolic Households". Unpublished paper, Graduate School of Business, Columbia University.
- Higgins, Benjamin. (1943). "Problems of Planning Public Work". In Seymour E. Harris, ed., *Postwar Economic Problems, 187-205*. New York: McGraw-Hill.
- Hill, Claire A. (1997). "Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons". *Journal of Applied Corporate Finance* 10 (1): 64-71.
- Hill, Rowland. (1837). *Post Office Reform*. London: William Clowes & Sons.
- Hirschman, Albert O. (1977). *The Passions and the Interests*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Horesh, Ronnie. (2000). "Injecting Incentives into the Solution of Social Problems: Social Policy Bonds". *Economic Affairs* 20 (3): 39-42.
- Iacocca, Lee (with William Novak). (1984). *Iacocca: An Autobiography*. New York: Bantam Dell.
- Jaffee, Dwight, Howard Kunreuther, and Erwann Michel-Kerjan. (2008). "Long-Term Care Insurance (LTI) for Addressing Catastrophe Risk". National Bureau of Economic Research Working Paper 14210.
- Jayachandran, Seema, and Michael Kremer. (2006). "Odious Debt". *American Economic Review* 96 (1): 82-92.
- Jayadev, Arjun, and Samuel Bowles. (2006). "Guard Labor". *Journal of Development Economics* 79: 328-348.
- Jeon, Yoong-Deok, and Young-Yong Kim. (2000). "Land Reform, Income Redistribution, and Agricultural Production in Korea". *Economic Development and Cultural Change* 48 (2): 253-268.
- Joseph, Jane E., Xun Liu, Yang Jiang, Donald Lynam, and Thomas H. Kelly. (2008). "Neural Correlates of Emotional Reactivity in Sensation Seeking". *Psychological Science* 20 (2): 215-223.
- Jung, Jeeman, and Robert J. Shiller. (2005). "A Simple Test of Samuelson's Dictum for the Stock Market". *Economic Inquiry* 43 (2): 263-292.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk". *Econometrica* 47 (2): 263-292.
- Kamstra, Mark, and Robert J. Shiller. (2010). "Trills Instead of T-Bills: It's Time to Replace Part of Government Debt with Shares in GDP". *The Economists' Voice* 7 (3), Article 5, <http://www.bepress.com/ev/vol7/iss3/art5>.

- Kaplan, Steven N., and Antoinette Schoar. (2005). "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows". *Journal of Finance* 60 (4): 1791-1823.
- Karlan, Dean, and Margaret A. McConnell. (2009). "Hey Look at Me: The Effect of Giving Circles on Giving". Unpublished paper, Yale University.
- Karlan, Dean, and Jonathan Zinman. (2011). "Microcredit in Theory and Practice: Using Randomized Credit Scoring for Impact Evaluation". *Science* 332 (6035): 1278-1284.
- Kasper, Rob. (1980). "Jerry Rubin Goes Wall Street, but Still Can't Tie a Tie". *Baltimore Sun*, August 19, B1.
- Kat, Harry, and Faye Menexe. (2003). "Persistence in Hedge Fund Performance: The True Value of a Track Record". *Journal of Alternative Investments* 5 (4): 66-72.
- Kaufman, Henry. (2005). *On Money and Markets: A Wall Street Memoir*. New York: McGraw-Hill.
- Kendall, Maurice. (1953). "The Analysis of Economic Time Series I". *Journal of the Royal Statistical Society, Series A* 116:11-25.
- Keynes, John Maynard. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Keynes, John Maynard. (1937). "The General Theory of Employment". *Quarterly Journal of Economics* 51 (2): 209-223.
- Khurana, Rakesh. (2004). *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kleiner, Morris M., and Alan B. Krueger. (2009). "Analyzing the Extent and Influence of Occupational Licensing on the Labor Market". National Bureau of Economic Research Working Paper 14979.
- Kremer, Michael, and Rachel Glennerster. (2004). *Strong Medicine: Creating Incentives for Pharmaceutical Research on Neglected Diseases*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kroszner, Randall, and Robert J. Shiller. (2011). *Reforming the U.S. Financial Markets: Reflections before and beyond Dodd-Frank*. Alvin Hansen Symposium Series on Public Policy, Harvard University. Cambridge, MA: MIT Press.
- Krueger, Alan B. (2003). "Inequality: Too Much of a Good Thing". In James J. Heckman and Alan B. Krueger, *Inequality in America: What Role for Human Capital Policies?*, 1-75. Cambridge, MA: MIT Press.
- Krueger, Alan B. (2007). *What Makes a Terrorist: Economics and the Roots of Terrorism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kunreuther, Howard, and Michael Useem. (2010). *Learning from Catastrophes: Strategies for Reaction and Response*. Philadelphia: Wharton School.

- Kupchan, Charles A. (2010). *How Enemies Become Friends: The Sources of Stable Peace*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Labuszewski, John W., John E. Nyttoff, Richard Co, and Paul E. Peterson. (2010). *The CME Group Risk Management Handbook*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Laird, John E. (2009). "Toward Cognitive Robotics". Unpublished paper, Department of Computer Science and Engineering, University of Michigan.
- Lakoff, George, and Mark Johnson. (2003). *Metaphors We Live By*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lederer, Emil. (1915). "Zur Soziologie des Weltkriegs". *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik* 39: 357-384. Translated as "On the Sociology of World War". *European Journal of Sociology* 47: 241-268, 2006.
- Lederman, Leon M. (2004). *Symmetry and the Beautiful Universe*. New York: Lederman and Hill.
- Lee Kuan Yew. (2000). *From Third World to First: The Singapore Story 1965-2000*. New York: HarperCollins.
- LeRoy, Stephen F., and Richard Porter. (1981). "The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds". *Econometrica* 49 (3): 555-574.
- Lessig, Lawrence. (2011). *Republic, Lost: How Money Corrupts Congress — and a Plan to Stop It*. New York: Twelve / Hachette Book Group.
- Levine, Ross. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.
- Levitt, Arthur (with Paula Dwyer). (2003). *Take on the Street: How to Fight for Your Financial Future*. New York: Vintage.
- Levy, Frank, and Richard J. Murnane. (2005). *The New Division of Labor: How Computers Are Creating the Next Job Market*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lewis, Michael. (2010). *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. New York: W. W. Norton.
- Li, Haitao, Rui Zhao, and Xiaoyan Zhang. (2008). "Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances". Unpublished paper, Department of Finance, University of Michigan.
- Li, Zhisui. (1994). *The Private Life of Chairman Mao: The Memoirs of Mao's Personal Physician*. New York: Random House.
- List, John A., and David Lucking-Reiley. (2002). "The Effects of Seed Money and Refunds on Charitable Giving: Experimental Evidence from a University Capital Campaign". *Journal of Political Economy* 110: 215-233.

ЛИТЕРАТУРА

- Locke, John. (1841) [1690]. *An Essay Concerning Human Understanding*. London: Thomas Tegg.
- Long, Charles H. (1983). *Alpha: The Myths of Creation*. Oxford: Oxford University Press.
- Lorenz, Konrad. (1966). *On Aggression*. New York: Bantam.
- Luthar, Suniya S., and Shawn Latendresse. (2005). «Children of the Affluent: Challenges to Well-Being». *Current Directions in Psychological Science* 14 (1): 49–53.
- Mac Cormack, Earl. (1985). *A Cognitive Theory of Metaphor*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Mailath, George, Larry Samuelson, and Avner Shaked. (2000). “Endogenous Inequality in Integrated Labor Markets with Two-Sided Search”. *American Economic Review* 90 (1): 46–72.
- Malmendier, Ulrike. (2005). “Roman Shares”. In William Goetzmann and K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, 31–42. New York: Oxford University Press.
- Marcus, Alan J. (1984). “Deregulation and Bank Financial Policy”. *Journal of Banking and Finance* 8 (4): 557–565.
- Markopolos, Harry. (2011). *No One Would Listen: A True Financial Thriller*. New York: Wiley.
- Martel, Gordon. (2008). *Origins of the First World War*. New York: Pearson Longman.
- Martin, Sarah B., D. Jeff Covell, Jane E. Joseph, Himachandra Chebrolu, Charles D. Smith, Thomas H. Kelly, Yang Jiang, and Brian T. Gold. (2007). “Human Experience Seeking Correlates with Hippocampus Volume: Convergent Evidence from Manual Tracing and Voxel-Based Morphometry”. *Neuropsychologia* 45: 2874–2881.
- Marx, Karl. (1906). *Capital: A Critique of Political Economy*. New York: Modern Library.
- Marx, Karl, and Friedrich Engels. (1906) [1848]. *Manifesto of the Communist Party*. Chicago: Charles H. Kerr & Co.
- Mayer, Colin. (1990). “Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development”. In R. Glenn Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 307–332. Chicago: University of Chicago Press.
- Melamed, Leo. (2009). *For Crying Out Loud: From Open Outcry to Electronic Screen*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Mian, Atif, and Amir Sufi. (2010). “Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009”. *IMF Economic Review* 58: 74–117.
- Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi. (2011). “Foreclosures,

- House Prices, and the Real Economy". National Bureau of Economic Research Working Paper 16685.
- Milgrom, Paul, and Nancy Stokey. (1982). "Information, Trade and Common Knowledge". *Journal of Economic Theory* 26: 17–27.
- Miller, John Perry. (1991). *Creating Academic Settings: High Craft and Low Cunning: Memoirs*. New Haven, CT: J. Simeon.
- Miller, Joseph S. (2008). *The Wicked Wine of Democracy: A Memoir*. Seattle: University of Washington Press.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business* 34: 411–433.
- Mishkin, Frederick. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". National Bureau of Economic Research Working Paper 5600.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review* 53: 433–443.
- Mongelli, Lorena, and Dan Mangan. (2009). "The SEC Watchdog Who Missed Madoff; Don't Blame Me: Cheung". *New York Post*, January 7, http://www.nypost.com/p/news/business/item_IbjEXQwWtTtohXl6ojz30J.
- Montague, Read. (2007). *Your Brain Is (Almost) Perfect: How We Make Decisions*. New York: Penguin Plume.
- Montesquieu, Charles de Secondat. (1773) [1748]. *The Spirit of Laws*, Tenth Edition, trans. Thomas Nugent. London: S. Crowder, C. Ware, and T. Payne.
- Moody, John L. (1933). *The Long Road Home*. New York: Macmillan.
- Morrison, Alan D., and William J. Wilhelm, Jr. (2008). "The Demise of Investment-Banking Partnerships: Theory and Evidence". *Journal of Finance* 63 (1): 311–350.
- Moss, David. (2004). *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Myers, Stewart. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance* 39: 575–592.
- National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (U. S. Financial Crisis Inquiry Commission). (2011). *Financial Crisis Inquiry Report*. Washington, DC: U. S. Government Printing Office, <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>.
- Newcomb, Simon. (1879). "The Standard of Value". *North American Review* 129: 223–238.
- Nietzsche, Friedrich. (1968) [1901]. *The Will to Power*, trans. Walter Kaufmann and R. J. Hollingdale. New York: Vintage.

- Nordenflycht, Andrew von. (2008). "The Demise of the Professional Partnership? The Emergence and Diffusion of Publicly-Traded Professional Service Firms". Unpublished paper, Beedie School of Business, Simon Fraser University.
- O'Leary, Ann. (2012). "Risk Sharing When Work and Family Clash: The Need for Government and Employer Innovation". In Jacob Hacker and Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, Chapter 9. New York: Oxford University Press.
- O'Reilly, Randy, D. C. Noelle, Jon Cohen, and Todd Braver. (2002). «Prefrontal Cortex and Dynamic Categorization Tasks: Representational Organization and Neuromodulatory Control». *Cerebral Cortex* 12: 246–257.
- Owings, W. A. Dolph. (1984). *The Sarajevo Trial*. Chapel Hill, NC: Documentary.
- Park, Sun Young. (2011). "The Safeness of AAA-Rated Subprime MBSS". Unpublished paper, Korea Advanced Institute of Science and Technology.
- Patoine, Brenda. (2011). "Desperately Seeking Sensation: Fear, Reward, and the Human Need for Novelty: Neuroscience Begins to Shine Light on the Neural Basis of Sensation-Seeking", Dana Foundation, <http://www.dana.org/media/detail.aspx?id=23620>.
- Pharoah, Cathy. (2009). *Family Foundation Philanthropy 2009: UK, Germany, Italy, US*. London: Alliance Publishing Trust.
- Phelps, Edmund. (2007). *Rewarding Work: How to Restore Participation and Self-Support to Free Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Phelps, Edmund, and Leo M. Tilman. (2010). "Wanted: A First National Bank of Innovation". *Harvard Business Review*, January-February, 1-2.
- Philippon, Thomas, and Ariell Reshef. (2008). "Wages and Human Capital in the U. S. Financial Industry: 1909–2006". Unpublished paper, Department of Finance, New York University.
- Pinker, Steven. (2011). *The Better Angels of Our Nature: Why Violence Has Declined*. New York: Viking Adult.
- Pogrebin, Robin. (2011). "Resisting Renaming of Miami Museum". *New York Times*, December 6, C1.
- Post, David. (2005). "Altruism, Happiness and Health: It's Good to Be Good". *International Journal of Behavioral Medicine* 12 (2): 66–77.
- Prante, Gerald. (2007). "Most Americans Don't Itemize on Their Tax Returns". *Tax Foundation*, July 23, <http://www.taxfoundation.org/news/show/22499.html>.
- Proust, Marcel. (2002) [1913]. *Swann's Way*, trans. Lydia Davis. New York: Penguin.

- Pulvermüller, Friedemann. (2002). *The Neuroscience of Language*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rajan, Raghuram. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. (2004). *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Redleaf, Andrew, and Richard Vigilante. (2010). *Panic: The Betrayal of Capitalism by Wall Street and Washington*. Minneapolis: Vigilante.
- Rhodes, Gillian. (2006). "The Evolutionary Psychology of Facial Beauty". *Annual Review of Psychology* 57: 199–226.
- Ross, Lee. (1977). "The Intuitive Psychologist and His Shortcomings: Distortions in the Attribution Process". *Advances in Experimental Social Psychology* 10: 173–220.
- Ross, Stephen A. (1976). "Options and Efficiency". *Quarterly Journal of Economics* 90 (1): 75–89.
- Roth, Alvin E., Tayfun Sonmez, and M. Utku Unver. (2005). "Pairwise Kidney Exchange". *Journal of Economic Theory* 125 (2): 151–188.
- Russett, Bruce, and John Oneal. (2001). *Triangulating Peace: Democracy, Interdependence and International Organizations*. New York: W. W. Norton.
- Saint-Exupéry, Antoine de. (2000) [1943]. *The Little Prince*, trans. Richard Howard. Orlando, FL: Harcourt.
- Salacuse, Jeswald W. (2003). "Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?" *Law and Business Review of the Americas* 9: 33–62, http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/lbramrcag&div=11&g_sent=1&collection=journals.
- Sala-i-Martin, Xavier. (2006). "The World Distribution of Income: Falling Poverty and Convergence, Period". *Quarterly Journal of Economics* 121 (2): 351–397.
- Sargent, Frederic O. (1961). "Feudalism to Family Farms in France". *Agricultural History* 35 (4): 193–201.
- Scharlach, Andrew E., and Amanda J. Lehning. (2012). "The Government's Role in Aging and Long-Term Care". In Jacob Hacker and Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, Chapter 12. New York: Oxford University Press.
- Schultz, Wolfram. (1998). "Predictive Reward Signal of Dopamine Neurons". *Journal of Neurophysiology* 80 (1): 1–27.
- Schultz, Wolfram, Peter Dayan, and P. Read Montague. (1997). "A Neural Substrate for Prediction and Reward". *Science* 275 (5306): 593–599.

- Schumpeter, Joseph A. (1962) [1950]. *Capitalism, Socialism and Democracy*, Third Edition. New York: Harper Torchbooks.
- Schwed, Fred. (1940). *Where Are the Customers' Yachts? A Good Hard Look at Wall Street*. New York: Simon and Schuster.
- Scoville, James G. (2006). "Labor Market Underpinnings of a Caste Economy". *American Journal of Economics and Sociology* 55 (4): 385-394.
- Seavoy, Ronald E. (1972). "Laws to Encourage Manufacturing: New York Policy and the 1811 General Incorporation Statute". *Business History Review* 46 (1): 85-95.
- Shapley, Lloyd, and Herbert Scarf. (1974). "On Cores and Indivisibility". *Journal of Mathematical Economics* 1 (1): 23-37.
- Shefrin, Hersh. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions That Create Value*. Boston: McGraw-Hill.
- Shefrin, Hersh, and Meir Statman. (1993). "Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products". *Financial Management* 22 (2): 123-134.
- Shiller, Robert J. (1981). "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review* 71 (3): 421-436.
- Shiller, Robert J. (1994). *Macro Markets: Creating Institutions to Manage Society's Largest Economic Risks*. Oxford: Oxford University Press.
- Shiller, Robert J. (1997). "Public Resistance to Indexation: A Puzzle". *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 159-211.
- Shiller, Robert J. (2003). *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. (2005a). "The Invention of Inflation-Indexed Bonds in Early America". In William N. Goetzmann and K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, 239-248. New York: Oxford University Press.
- Shiller, Robert J. (2005b). *Irrational Exuberance*, Second Edition. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. (2009). *The Case for a Basket: A New Way of Showing the True Value of Money*. London: Policy Exchange.
- Shiller, Robert J. (2012a). "Give People Shares of GDP". *Harvard Business Review* 90 (1/2): 50-51.
- Shiller, Robert J. (2012b). "Irving Fisher, Debt Deflation and Crises". *Journal of the History of Economic Thought*, forthcoming.

- Shiller, Robert J., Maxim Boycko, and Vladimir Korobov. (1991). "Popular Attitudes towards Free Markets: The Soviet Union and the United States Compared". *American Economic Review* 81 (3): 385-400.
- Shiller, Robert J., Rafal M. Wojakowski, M. Shahid Ebrahim, and Mark B. Shackleton. (2011). "Continuous Workout Mortgages". Discussion Paper 1794. New Haven, CT: Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Shleifer, Andrei. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Shubik, Martin. (2009). *A Proposal for a Federal Employment Reserve Authority*. Economics Policy Note 09-5. New York: Levy Economics Institute.
- Simmons, Joseph P., and Nathan Novemsky. (2009). "From Loss Aversion to Loss Acceptance: Context Effects on Loss Aversion in Risky Choice". Working Paper. New Haven, CT: Yale School of Management.
- Small, Deborah A., George Loewenstein, and Paul Slovic. (2007). "Sympathy and Callousness: The Impact of Deliberative Thought on Donations to Identifiable and Statistical Victims". *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 102 (2): 143-153.
- Smith, Adam. (1761). *The Theory of Moral Sentiments*, Second Edition. London: A. Millar in the Strand.
- Smith, Adam. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: Ward, Lock & Bowden & Co.
- Sprengle, Case. (1964). "Warrant Prices as Indicators of Expectations and Preferences". In Paul Cootner, ed., *The Random Character of Stock Market Prices*, 412-474. Cambridge, MA: MIT Press.
- Stanley, Thomas J. (1991). *Selling to the Affluent*. New York: McGraw-Hill.
- Stark, Oded, and Ita Falk. (1998). "Transfers, Empathy Formation, and Reverse Transfers". *American Economic Review* 88 (2): 271-276.
- Stigler, George A. (1971). "The Theory of Economic Regulation". *Bell Journal of Economics and Management Science* 2 (1): 3-21.
- Stratmann, Thomas. (1991). "What Do Campaign Contributions Buy? Deciphering Causal Effects of Money and Votes". *Southern Economic Journal* 57 (3): 606-620.
- Summers, Lawrence H. (1986). "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" *Journal of Finance* 41 (3): 28-30.
- Swafford, Jan. (1996). *Charles Ives: A Life with Music*. New York: W. W. Norton.
- Tarbell, Ida M. (1904). *The History of the Standard Oil Company*. New York: McClure, Phillips.
- Tarlow, Steve. (2010). «Estate Tax Sends Elderly Racing to the Grave». newsytype.com, November 2, <http://www.newsytype.com/3257-estate-tax/>.

- Tetlock, Philip E. (2006). *Expert Political Judgment: How Good Is It? How Can We Know?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Thaler, Richard H., and Cass R. Sunstein. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Thomsen, Jens, and Verner Anderson. (2007). "Longevity Bonds: A Financial Market Instrument to Manage Longevity Risk". *Monetary Review* 46 (4): 29–44.
- Thoreau, Henry David. (2008) [1863]. *Life without Principle*. Forgotten Books, <http://www.forgottenbooks.org/>.
- Toppe, Christopher M., Arthur D. Kirsch, and Jocabel Michel. (2001). *Giving and Volunteering in the United States: Findings from a National Survey*. Washington, DC: Independent Sector, <http://www.cpan-da.org/pdfs/gv/GVO1Report.pdf>.
- Townsend, Robert M. (1994). "Risk and Insurance in Village India". *Econometrica* 62 (3): 539–591.
- Tufano, Peter, and Daniel Schneider. (2009). "Using Financial Innovation to Support Savers: From Coercion to Excitement". In Rebecca M. Blank and Michael S. Barr, eds., *Insufficient Funds: Savings, Assets, Credit and Banking among Low-Income Households*, 149–190. New York: Russell Sage Foundation.
- Unger, Peter. (1996). *Living High and Letting Die: Our Illusion of Innocence*. New York: Oxford University Press.
- United Nations. (1948). *The Universal Declaration of Human Rights*. <http://www.un.org/en/documents/udhr/>.
- U. S. Commodities Futures Trading Commission and Securities and Exchange Commission. (2010). "Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues". <http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>.
- U. S. Congressional Budget Office. (2011). "Trends in the Distribution of Household Income between 1979 and 2007". <http://www.cbo.gov/ftpdocs/124xx/doc12485/WebSummary.pdf>.
- U. S. Financial Stability Oversight Council. (2011). *Study & Recommendations Regarding Concentration Limits on Large Financial Companies*. Washington, DC. <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/Study%20on%20Concentration%20Limits%20on%20Large%20Firms%2001-17-11.pdf>.
- U. S. National Commission on Fiscal Responsibility and Reform. (2010). *The Moment of Truth*. Washington, DC.
- Van Veen, Vincent, Marie K. Krug, Jonathan W. Schooler, and Cameron S. Carter. (2009). «Neural Activity Predicts Attitude Change in Cognitive Dissonance». *Nature Neuroscience* 12 (11): 1469–1474.

- Veblen, Thorstein. (1899). *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of the Evolution of Institutions*. London: Macmillan.
- Vickery, Thomas J., Marvin M. Chun, and Daeyeol Lee. (2011). "Ubiquity and Specificity of Reinforcement Signals throughout the Human Brain". *Neuron* 72 (1): 166–177.
- Visser, Jelle. (2003). "Unions and Unionism around the World". In John T. Addison and Claus Schnabel, eds., *International Handbook of Trade Unions*, 366–396. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Vuolteenaho, Tuomo. (2002). "What Drives Firm- Level Stock Returns?" *Journal of Finance* 57: 233–264.
- Weber, Max. (2010) [1905]. *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*. New York: Create Space.
- Weller, Christian, and Amy Helburn. (2012). "Public Policy Options to Build Wealth for America's Middle Class". In Jacob Hacker and Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, Chapter 7. New York: Oxford University Press.
- Weyl, Hermann. (1952). *Symmetry*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Whitman, Walt. (1892). *Leaves of Grass*. Project Gutenberg Ebook, <http://www.gutenberg.org/files/1322/1322-h/1322-h.htm>.
- Wittgenstein, Ludwig. (1953). *Philosophical Investigations*. Oxford: Blackwell.
- Wolfers, Justin, and Eric Zitzewitz. (2004). "Prediction Markets". *Journal of Economic Perspectives* 18 (2): 107–126.
- Woodward, Bob. (2001). *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. New York: Simon and Schuster.
- Working, Holbrook. (1934). "A Random- Difference Series for Use in the Analysis of Time Series". *Journal of the American Statistical Association* 29 (185): 11–24.
- Yavlinsky, Grigory. (2011). *Realpolitik: The Hidden Cause of the Great Recession (And How to Avert the Next One)*, trans. Antonina W. Bouis. New Haven, CT: Yale University Press.
- Yunus, Muhammad. (2003). *Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle against World Poverty*. New York: Public Affairs.
- Zuckerman, Gregory. (2009). *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*. New York: Crown Business.
- Zuckerman, Marvin, Sybil B. Eysenck, and H.J. Eysenck. (1978). "Sensation Seeking in England and in America: Cross-Cultural, Age, and Sex Comparisons". *Journal of Consulting and Clinical Psychology* 46: 139–149.

Научное издание

РОБЕРТ ШИЛЛЕР
ФИНАНСЫ
И ХОРОШЕЕ ОБЩЕСТВО

Главный редактор издательства Валерий Анашвили
Научный редактор издательства Артем Смирнов
Выпускающий редактор Елена Попова
Корректор Людмила Малова
Художник серии Валерий Коршунов
Верстка Сергея Зиновьева

Издательство Института Гайдара
125993, Москва, Газетный пер., д. 3-5, стр. 1



Подписано в печать 28.07.14.
Тираж 1000 экз. Формат 60×90/16. Заказ 1348
Отпечатано ППП «Типография „Наука“»
121099, Москва, Шубинский переулок, д. 6