

Эксперт, #24 (379) от 30 июня 2003

<http://www.expert.ru/expert/current/data/kapital2.shtml>

Богатство, капитализация и рост

Природные, человеческие и рукотворные ресурсы не обеспечивают автоматически высокого уровня жизни. Процветание страны определяют экономические институты - в первую очередь защита прав собственности и развитая финансовая система, которые и превращают богатство в капитал

"Земля, как есть, обильна, порядка только нет".

А. К. Толстой. История государства Российского от Гостомысла до Тимашева.

Сергей Гуриев, Константин Сонин (Преподаватели Российской экономической школы (РЭШ), экономисты Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР). Изложенная в статье точка зрения не отражает официальную позицию РЭШ и ЦЭФИР. Статья использует исследования и оригинальные расчеты авторов, но в первую очередь является обзором последних достижений новой институциональной экономики и новой сравнительной экономики (Глэйзера, Дьянкова, Джонсона, Зингалеса, Клэссенса, Ла Порты, Лопеса-де-Силанеса, Раджана, Шлейфера и др.). Полный список ссылок на использованные в статье работы отечественных и зарубежных экономистов доступен на домашних страничках авторов www.nes.ru/~sguriev, www.nes.ru/~ksonin.)

Россия располагает огромными запасами природных ресурсов и территории, большой сетью железных и автомобильных дорог, линий электропередачи, мощностями для производства большинства промышленных активов. Высокий уровень образования позволяет говорить о значительном человеческом капитале. Почему же по уровню жизни Россия отстает от развитых стран, многие из которых вообще не имеют полезных ископаемых? Почему нам не удастся добиться того же уровня производительности богатства, как в других странах?

Производительность богатства

В ставшей теперь классической работе об экономическом росте, написанной в 1966 году, будущий нобелевский лауреат американский экономист **Саймон Кузнец** отметил интересное различие между динамикой национального богатства и производственных активов в развитых странах в период роста. Кузнец определял национальное богатство как совокупную стоимость активов, созданных в процессе материального производства и используемых в производстве (производственного капитала), а также земли и полезных ископаемых; человеческий капитал не учитывался. В период экономического роста наблюдалось снижение отношения национального богатства к ВВП (см. таблицу 1). Другими словами, экономическое развитие сопровождалось существенным увеличением производительности национального богатства. В то же время отношение производственного капитала к ВВП не изменилось или даже незначительно выросло.

Для того чтобы проанализировать такие же соотношения для большего количества стран, приходится ограничиться недавним прошлым. В 1997-1998 годах Всемирный банк провел исследование, в котором национальное богатство было подсчитано в самом общем смысле, включая все активы вне зависимости от их ликвидности (в том числе природные ресурсы, землю сельскохозяйственного и несельскохозяйственного назначения, леса, морские биоресурсы, человеческий капитал, производственный капитал). Оказывается, что, чем выше уровень развития страны, измеренный ВВП на душу населения, тем выше производительность богатства. Причем величина эффекта достаточно существенна: при переходе от стран с ВВП на уровне 1000 долларов на душу населения к странам с ВВП 10000 долларов на душу населения отношение богатства к ВВП падает с 7 до 4 (см. график 1 и таблицу 1). В большинстве богатых стран это отношение ниже 5, в то время как в бедных странах оно варьируется в диапазоне от 6 до 14. Отношение производственного капитала к ВВП не зависит от уровня развития - связь слабая и статистически незначимая.

Конечно, разница в определениях национального богатства и трудности измерения богатства как потенциала экономического развития таковы, что выводы, которые можно делать на основе анализа этих

оценок, верны только на самом общем уровне. В частности, трудно представить, что рассчитанные показатели богатства могут быть использованы для получения каких-то конкретных эмпирических предсказаний. Тем не менее интересно, что и исторические, и межстрановые сравнения дают похожие результаты. Экономическое развитие сопровождается увеличением производительности национального богатства (величины, обратной отношению богатства к ВВП), при этом соотношение производственного капитала и ВВП фактически не изменяется.

Как интерпретировать эти наблюдения? Статистические закономерности не дают возможности ответить на вопрос, что является причиной, а что - следствием, поэтому необходимо предложить объяснение, которое, с одной стороны, согласовано с нашими представлениями о том, как устроены стимулы и действия отдельных субъектов на микроэкономическом уровне, а с другой - не противоречит другим макроэкономическим данным. В этом смысле устойчивость отношения производственного капитала к ВВП не вызывает беспокойства у экономистов - это всего лишь устойчивость параметров макроэкономической производственной функции, в частности коэффициентов замещения между трудом и капиталом.

Серьезные вопросы возникают при анализе связи между производительностью национального богатства и уровнем ВВП на душу населения. Казалось бы, связь между производительностью национального богатства и ВВП должна была бы быть скорее отрицательной, чем положительной - логика закона убывающей предельной производительности говорит о том, что чем больше страна производит, тем меньше остается возможностей для вложений богатства с высокой отдачей. По-видимому, все дело в том, что основную роль играет не прямая связь между уровнем развития и производительностью богатства, а тот факт, что обе эти величины зависят от третьей переменной - институциональной среды рыночной экономики. Рыночные институты, с одной стороны, улучшаются по мере развития экономики, а с другой - создают возможности и для самого этого развития, и для повышения производительности национального богатства.

Этот аргумент становится очевидным, если посмотреть на соотношение между уровнем развития страны и той составляющей национального богатства, которая наиболее чувствительна к уровню институциональной среды: капитализации рынка акций. В отличие от отношения всего национального богатства к ВВП отношение рыночной капитализации к ВВП действительно выше в странах с более высоким уровнем экономического развития (см. график 2 и таблицу 2). Связь является статистически значимой и достаточно существенной количественно: двукратное увеличение ВВП сопровождается примерно двукратным ростом отношения капитализации к ВВП.

Итак, получается, что хорошо живут не те страны, которые обладают большим богатством на душу населения, а те, которым удается вовлечь это богатство в рыночный оборот. Как сделать из богатства капитал? Достаточно ли, как, например, утверждает известный перуанский экономист **Эрнандо Де Сото** в своей книге "Загадка капитала", просто правильным образом оформить и задокументировать права собственности в единой общенациональной базе данных? Правда ли, что надлежащим (то есть в сегодняшнем контексте - капиталистическим) образом оформленные и функционирующие запасы дают большие потоки текущих доходов? В последнее время у экономистов сложилась единая точка зрения: регистрация прав собственности необходима, но недостаточна. Для капитализации богатства нужны такие базовые экономические институты, как защита прав собственности, защита прав кредиторов и защита конкуренции.

Институты и рост

Уже упомянутый нами Де Сото считает, что бедные во всем мире владеют богатством в 9 трлн долларов, но не могут использовать



его в качестве залога, потому что их права собственности не зарегистрированы. Эта проблема существует не только в бедных странах. В Англии кредитор, выдавший кредит на покупку дома под залог этого дома, затрачивает в среднем один год и 4,75% стоимости дома, чтобы получить дом обратно в свое владение. В Италии эта же процедура занимает в среднем от трех до пяти лет и обходится в 18-20% стоимости дома. Неудивительно, что кредиты на покупку домов составляют 52% ВВП в Англии и 5,5% ВВП в Италии - чем проще кредитору реализовать залог, тем больше кредитов дается в экономике.

В 1973 году в США комиссия, занимавшаяся разработкой и улучшением законодательства о банкротстве, рекомендовала внести изменения в законы, которые позволяли бы человеку, объявившему о личном банкротстве, сохранить часть имущества - сделать его юридически недоступным для кредиторов. Основным аргументом в пользу этих положений была необходимость помощи самым бедным заемщикам. Некоторые штаты последовали рекомендациям комиссии. Например, в Техасе банкрот имел право оставить у себя дом, независимо от его стоимости, плюс имущество на сумму до 30 тыс. долларов. Такое положение снижает риски со стороны заемщика - в случае банкротства ему не приходится расставаться со всем имуществом. Однако при этом у него снижается возможность занимать - теперь у него стало меньше имущества, которое потенциально могло бы быть использовано в качестве залога. Неудивительно, что результатом изменения законодательства о банкротстве в Техасе стало резкое снижение общего объема кредитов, особенно для наиболее бедных домохозяйств. При этом заимствования наиболее богатых домохозяйств возросли.

Защита прав собственности (в особенности защита инвесторов) определяет финансовое развитие экономики, в том числе размер финансового рынка, структуру собственности, количество первичных публичных размещений акций (IPO), политику выплаты дивидендов и т. п. Ключевой элемент защиты прав собственности - эффективность исполнения законов, определяемая качеством работы судебной системы.

Недавно гарвардский экономист **Андрей Шлейфер** совместно с исследователями из Всемирного банка изучил работу конкретных судебных институтов - процедуры выселения неплатящего жильца и взимания денег по неоплаченному чеку - в 109 странах мира. Для этого в каждой из стран были выбраны юридические фирмы, которые подробно описали эти процедуры. Как и следовало ожидать, в более богатых странах обе процедуры занимают меньше времени и связаны с меньшими относительными издержками. Однако сам разброс результатов поражает воображение: выселение занимает в среднем 49 дней в США, 547 в Австрии и 660 в Болгарии; взимание оплаты по чеку - 60 в Новой Зеландии, 527 в Колумбии и 645 в Италии.

Сколько стоит капитал

Чему должно быть равно соотношение богатства и дохода в идеальной экономике с развитой финансовой системой и защищенными правами собственности? В такой экономике богатство - это капитал, цена которого непосредственно связана с его производительностью. Ценность богатства равна дисконтированной стоимости потока доходов, которые можно получить, используя это богатство:

$$W=R_0+R_1/(1+r)+\dots+R_t/(1+r)^t+\dots$$

то есть примерно $W=R^*/(1+r)/r$, где W - богатство, R - доход собственников капитала, r - ставка дисконтирования с поправкой на риск.

Если все богатство вовлечено в рыночный оборот, то в качестве R необходимо взять ту часть ВВП, которая достается собственникам капитала. Анализ макроэкономических производственных функций, как правило, дает оценку доли капитала (и других факторов производства, исключая труд) в ВВП на уровне 30% (для бедных стран - несколько больше). Получается, что $\text{Богатство}/\text{ВВП}=0,3^*/(1+r)/r$. Таким образом, при $r=7\%$ получается $\text{Богатство}/\text{ВВП}=5$.

Не стоит далеко ходить за примерами того, как недостаточная защита прав собственности снижает потенциальную капитализацию активов в десятки и сотни раз. Московская и подмосковная недвижимость, стоящая, по некоторым оценкам, до полутриллиона долларов (а это - потенциально - полтриллиона инвестиций, так как недвижимость является идеальным залогом), лежит мертвым грузом не потому, что не секьюритизирована. Акции можно выпустить в любой момент. Проблема состоит в том, чтобы сделать эти акции ликвидными, чтобы стоимость акции в руках одного агента была равна ее стоимости в руках другого. Именно для этого и необходим институт прав собственности, институт защиты права распоряжения активами вне зависимости от отношений владельца с городской администрацией.

На фондовом рынке российские компании по-прежнему стоят лишь десятые или даже сотые доли того, что они стоили бы, будь они американскими компаниями. Почему? Это отражает уверенность рынка в том, что менеджеры компаний обладают возможностями по выводу прибыли, принадлежащей де-юре акционерам. Законы, формально дающие акционерам права ограничивать действия менеджеров, написаны и приняты, но исполняются плохо. Важно заметить, что при этом страдают не только мелкие внешние акционеры - они могут проголосовать ногами. Страдают и крупные собственники компаний, которые вследствие низкой капитализации лишаются доступа к дешевым источникам финансирования. Аналогичную роль играет и защита прав кредиторов - если у кредиторов нет возможности быстро и без потерь получить собственность должника в случае банкротства, то страдают от этого больше всего добросовестные заемщики - им приходится платить большие ставки процента по кредитам.

Финансовые рынки

Институты защиты прав собственности и прав кредиторов необходимы для развития финансовых рынков и вовлечения в их оборот национального богатства. Зачем нужны финансовые рынки? Информация об эффективности того или иного использования ресурсов расплывлена между экономическими агентами, и рынок собирает и транслирует эту информацию при помощи цен. Соответственно, чем больший объем ресурсов вовлечен в обмен на рынках - читай: чем больше активов, материальных и нематериальных, секьюритизировано, - тем более производительно используется накопленное богатство, тем выше уровень дохода на душу населения. Кроме того, так как увеличивается доходность богатства, увеличиваются стимулы к дальнейшему

Как оценить человеческий капитал

Измерить человеческий капитал на микроэкономическом уровне относительно нетрудно - нужно всего лишь оценить зависимость заработной платы от образования и других факторов. То, насколько образование увеличивает доход (при прочих равных), и есть его рыночная стоимость. Гораздо труднее построить межстрановые сравнения. Во-первых, качество образования существенно отличается в странах с разным уровнем развития. Во-вторых, на национальном уровне возникают существенные синергетические эффекты, отсутствующие на индивидуальном уровне. Например, в инновационных отраслях действует эффект критической массы: чем больше концентрация высококвалифицированных сотрудников, чем выше производительность каждого из них. Поэтому, получая образование, каждый отдельный работник увеличивает не только свой доход, но и доходы остальных квалифицированных кадров. Поэтому экономисты Всемирного банка используют "остаточный метод": предполагая заданную ставку процента, они рассчитывают, сколько стоит совокупное национальное богатство страны для заданного национального дохода. Затем, вычитая из полученной величины стоимость земли, полезных ископаемых, лесных и морских

накоплению богатства, повышаются темпы роста богатства и дохода.

Вторая причина, требующая создания финансовых рынков, - даже в идеальной экономике есть асимметрия информации между агентами и никто не может предсказывать будущее достоверно. Инвестору приходится платить за риск. Чем выше волатильность, тем выше ставка дисконтирования с поправкой на риск и ниже соотношение богатство/доход. Финансовая революция XX века - возможность портфельных инвестиций и диверсификации - значительно снизила плату за риск. Чтобы иметь эту возможность, недостаточно было создать акционерные общества, то есть секьюритизировать капитал фирмы. Необходимо было создать инфраструктуру, определить правила игры, и, что особенно важно, обеспечить выполнение этих правил. Появление производных финансовых инструментов еще больше снизило цену капитала, но опять-таки - деривативы сами по себе не приносят стабильности и не снижают цену капитала до тех пор, пока не создана соответствующая институциональная среда.

Эмпирический факт, состоящий в том, что страны с более высоким уровнем ВВП на душу населения и более высокими темпами роста имеют более развитые финансовые рынки, не подвергается сомнению. Вопрос заключается в наличии причинно-следственной связи: финансовые инструменты и услуги появляются вместе с ростом (как утверждала, например, **Джоан Робинсон** в 1952 году) или развитые финансовые рынки служат необходимым условием для его возникновения (как предсказывал **Йозеф Шумпетер** еще в 1911 году)?

Эконометрический анализ данных для большого количества стран также показывает, что финансовое развитие влечет за собой ускорение экономического роста. Причем эффект достаточно велик. По оценкам **Раджана и Зингалеса**, с учетом межстрановых и межотраслевых различий отрасли в странах с высоким уровнем финансового развития растут в долгосрочной перспективе в среднем на 1% в год быстрее, причем, естественно, от финансовой неразвитости в первую очередь проигрывают такие высокотехнологические отрасли, как машиностроение, фармацевтика, микроэлектроника и т. п. Кроме того, оказывается, что в странах с менее развитыми финансовыми рынками в структуре активов компаний фактически отсутствуют нематериальные активы.

Что нужно для эффективного функционирования финансовых рынков? Финансовые рынки гораздо более чувствительны к воровству и некомпетентности, чем реальный бизнес. В отличие от производственного капитала финансовые активы слишком легко перемещать. Примеры **Salomon Brothers** в 1993 году (фирма чудом спаслась от краха) и **Barings** в 1990-м (чуда не случилось) показывают, что крупнейшие финансовые институты могут быть поставлены на грань выживания деятельностью одного нечистоплотного трейдера. Трудно представить себе крупную промышленную фирму, которая была бы разорена в результате деятельности начальника цеха. Поэтому для эффективности финансовых рынков недостаточно наличия честной и компетентной судебной системы, защиты прав собственности и защиты прав кредиторов.

ресурсов, получают оценку человеческого капитала.

Результаты таких расчетов свидетельствуют о колоссальной роли человеческого капитала. Даже в бедных странах доля человеческого капитала в национальном богатстве составляла более половины, а в развитых странах приближалась к трем четвертям.

Хотя в России накоплен огромный человеческий капитал (благодаря построенной в советское время системе среднего и высшего образования), его производительность крайне мала. В отличие от развитых стран, где каждый дополнительный год образования при прочих равных приводит к увеличению зарплаты на 10%, в России соответствующий показатель равен лишь 4-5%. Как и в случае других видов национального богатства, человеческие ресурсы некапитализированы.

Человеческий капитал отличается от природных ресурсов и производственных активов тем, что его нельзя ни сдать в залог, ни продать. Он принципиально неотчуждаем. Эффективность использования человеческого капитала в первую очередь зависит от мобильности трудовых ресурсов - носителей человеческого капитала. Человеческий капитал должен достаточно быстро реагировать на изменения в глобальной экономике и перестраиваться на те сферы деятельности, в которых его производительность выше. Причем важна как профессиональная, так и географическая мобильность. А для ее обеспечения опять-таки требуются институты: финансовые рынки и рынки жилья (ипотека и образовательные кредиты) и

Даже в самых либеральных экономиках (в том числе в США) работа финансовых рынков поддерживается независимым регулирующим органом. Интересный пример важности регулирования можно найти в Восточной Европе. В 90-х годах экономики Чехии и Польши развивались по сходному сценарию, за исключением динамики фондового рынка. Чехия в середине 90-х являла собой пример практически полного отсутствия финансовых регуляторов: нет регулирования рынка ценных бумаг, нет независимой комиссии, мало ограничений на перекачивание ресурсов из компании к себе в карман. В Польше ситуация была иной: регулирование, подобное имеющемуся в США, независимый регулирующий орган, активное вмешательство регулирующих органов в случае подозрений о нечистоплотности сделки. Результат представлен на графике 3: массовая приватизация в Чехии привела к быстрому развитию рынка акций в начале 90-х, но к концу 90-х Польша опередила Чехию по капитализации в три раза!

специфические институты рынка труда (мониторинг рынка труда, развитая система повышения квалификации и т. д.).

Спрос на институты

Легко сказать, какие экономические институты необходимы для капитализации богатства и роста. Гораздо более сложная задача - определить, как и почему они возникают. Естественный подход к появлению и развитию институтов - изучение спроса на них. Чтобы иметь хорошие институты, необходимо наличие в экономике агентов, которым они нужны. Более того, эти агенты должны располагать политическими силами и возможностями, чтобы создать и развивать институты.

В начале 90-х годов российские реформаторы и их советники именно так и представляли себе создание института защиты прав собственности - сначала собственность раздается в частные руки (неважно, как и кому, главное - быстро), потом новые частные собственники становятся естественными сторонниками установления режима защищенных прав собственности.

Однако эта простая схема (собственники-спрос-права собственности) не сработала, во всяком случае пока. Оказалось, в частности, что неравенство - и имущественное, и политическое - играет большую роль. Если богатые оказываются слишком политически сильными, то они изменяют существующие институты таким образом, что ресурсы продолжают перераспределяться в их пользу. Когда государство не защищает права собственности, агенты вынуждены инвестировать часть своих ресурсов в защиту прав собственности - перераспределительную, а не производственную деятельность. Поскольку у богатых есть преимущество

Рыночная капитализация и финансовая революция

В последние тридцать лет в мире создавались все новые и новые финансовые инструменты, которые позволили вывести на рынок не только большее количество предприятий, но и новые типы активов, а также дали возможность играть на рынке более широким слоям инвесторов. В современных США в качестве залога можно использовать не только недвижимость и акции производственных предприятий, но и производные ценные бумаги, медицинскую страховку и фактически человеческий капитал. Венчурные фонды финансируют не только новые идеи, но даже и сам поиск идей. Рыночная капитализация превысила годовой ВВП в среднем по всем развитым странам; страны со средним и низким уровнем дохода пока существенно отстают от развитых стран.

Чем объясняются различия в степени распространения финансовой революции? Эконометрический анализ показывает, что развитие финансовых рынков связано с уровнем защиты прав инвесторов, который, в свою очередь, выше в странах с англосаксонской правовой системой и протестантской религией. Это не всегда было так. Например, до Первой мировой войны финансовые рынки континентальной Европы были более развитыми, чем рынки Великобритании и США. Что же произошло в XX веке? Даже учитывая все остальные возможные объяснения (в том числе и спад, вызванный войнами), можно показать, что с эмпирическими данными согласуется следующая теория. В отличие от других стран англосаксонским странам (и в первую очередь США) удалось в начале XX века создать эффективный механизм защиты конкуренции от посягательств государства и крупного бизнеса, что привело к возникновению спроса на современные рыночные институты и развитию самих

(и в создании частного охранного агентства, и в установлении связей с чиновниками), у них нет стимулов

ИНСТИТУТОВ.

лоббировать создание хороших государственных институтов. Соответственно, нет спроса на хорошие институты - на защиту прав собственности и тем более на защиту конкуренции. Эта теория применима ко многим историческим эпизодам. Например, уже цитированный нами Андрей Шлейфер с соавторами считает, что США после промышленной революции XIX века - прекрасный, наряду с современной Россией, пример подчинения институтов (в данном случае прежде всего судов) интересам узкой группы очень богатых предпринимателей.

С развитием бизнеса отношение владельцев к экономическим институтам меняется. Низкий уровень защиты прав собственности в экономике - это, конечно, благоприятная среда для передела собственности, но это и реальные издержки бизнеса - приходится нанимать охрану, поддерживать политиков и платить чиновникам не только для того, чтобы отнимать у других, но и чтобы не отняли то, что есть у тебя. Наконец, и Российский союз промышленников и предпринимателей, представитель интересов отечественных олигархов, выступил за существенное сокращение бюрократического аппарата. Учитывая ключевую роль бюрократии в перераспределении собственности и общественных доходов в пользу олигархов, этот шаг РСПП означает, что издержки взаимодействия с бюрократами стали за пределами высоки и для большого бизнеса. Следующим важным шагом должно стать расширение реального спроса на независимость судов.

Другая важная тенденция - процесс открытия олигархическими группами структуры собственности их компаний под давлением необходимости выхода на мировые рынки капитала и продукции. Это свидетельствует о росте желания предпринимателей уважать права собственности. Большая открытость и улучшение корпоративного управления на глазах приводят к росту капитализации.

Если для крупного бизнеса основной проблемный институт, препятствующий повышению капитализации, - защита прав собственности, то для среднего и мелкого бизнеса это административные барьеры и регулирование. Стоимость регистрации нового предприятия варьируется от 0,02% годового ВВП на душу населения в США до 2,7% в Нигерии. Недавний мониторинг административной реформы, проводимый ЦЭФИР, зафиксировал заметное снижение административных барьеров в российских регионах по сравнению с первым замером, но это снижение существенно лишь по сравнению с очень высоким исходным уровнем. Проблема в том, что малый бизнес, который так необходим для экономического роста, не может создавать политический спрос на хорошие институты - слишком мала пока его доля в экономике и слишком велики издержки координации.

Итак, нет оснований полагать, что свободная конкуренция и защищенные права собственности появляются сами собой. Их поддержание должно стать основной задачей - даже не государства, а общества, следящего за государством. В своей недавней книге "Спасая капитализм от капиталистов" Раджан и Зингалес отмечают, что опасность для конкурентных рынков особенно велика в период кризисов, когда индустриальные магнаты требуют ограничить конкуренцию, чтобы спасти остатки прибылей, а самые бедные хотят того же самого, потому что в период кризиса им особенно хочется стабильности. С такой коалицией трудно иметь дело? Спросите Рузвельта, не говоря уже про Гитлера и Муссолини.

Перефразируя слова Черчилля, можно сказать, что развитые конкурентные рынки, в том числе финансовые, хуже любой другой альтернативы, кроме тех, которые уже были опробованы. В нашем конкретном случае все еще проще. В России не будет экономического процветания без капитализации ее богатства. Капитализацию можно повысить, только создавая и улучшая экономические институты - независимые и компетентные суды, низкие административные барьеры, конкурентные экономические и политические рынки.



