

©2017 г.

Степан Винокуров

кандидат экономических наук

(Санкт-Петербургский государственный экономический университет)

(e-mail stepan_vinokurov@mail.ru)

Павел Гурьянов

кандидат экономических наук

(Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики)

(e-mail pavelgurianov19@gmail.ru)

Анна Медведь

кандидат экономических наук, доцент

(Санкт-Петербургский государственный экономический университет)

(e-mail annmedved@mail.ru)

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРА ДОВЕРИЯ НА МЕЖДУНАРОДНОЕ ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА (НА ПРИМЕРЕ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ)

В последнее время все больший интерес научной общественности привлекает тема доверия и ее влияние на различные аспекты жизни. В статье рассматривается влияние фактора доверия на прямые иностранные инвестиции. Особую актуальность данной проблематике придают введенные санкции против России и падение доверия между крупнейшими мировыми акторами. Выявлено, что хотя для стран с низкой долей сбережений вопросы доверия не являются принципиальными, но по мере роста объемов сбережений они приобретают все большую значимость.

Ключевые слова: доверие, прямые иностранные инвестиции, международный рынок капитала, моральный риск, парадокс Фельдштейна-Хориоки, поведение агентов, репутация, сбережения.

Помимо процентной ставки и рисков на международное движение капитала существенное влияние оказывают институциональные условия. В большинстве случаев такое влияние рассматривается с точки зрения среды, в которой осуществляются инвестиционные проекты, между тем как вопрос о том, как эта среда влияет на непосредственное взаимодействие сторон, отодвигается на второй план. Однако можно предполагать, что среда будет воздействовать на величину морального риска, с которым сталкивается инвестор при осуществлении международных инвестиций. Если стимулирование агента оказывается затруднительным, а институциональная среда не позволяет отстаивать свои интересы, инвестору остается полагаться на уровень моральных суждений своего контрагента – то есть придется доверять ему. Чем больший объем

инвестиций, однако, тем меньше доверия будет разумно проявлять. Институциональная среда может компенсировать недостаток механизмов стимулирования агента, в этом смысле доверие к среде выступает «заменителем» доверия к контрагенту.

Вопросами общественного доверия занимались еще Дж. Локк, И. Кант и Э. Дюркгейм. Доверчивость или подозрительность, по Э. Дюркгейму, могут стать социальными факторами, внешними по отношению к каждому из участников определенной группы и оказывающими принудительное воздействие на их ориентацию по отношению к другим. Вопросам доверия уделяется достаточно много внимания и в современной экономической теории. По мнению К.Дж. Эрроу, каждая операция содержит в себе элемент доверия, особенно если она занимает определенный период времени [1]. Большое значение данному фактору придает Ф. Фукуяма, исследующий постиндустриальное общество. Доверие, по его мнению, должно быть основано на нормах морали, которыми руководствуются современные группы или все общество и в соответствии с которыми формируются нормы их поведения. При таком устройстве нет никакой необходимости контрактной и правовой регуляции взаимодействия, поскольку присутствует нравственный консенсус, являющийся основой доверительных взаимоотношений. Данная основа составляет социальный капитал, который по сути становится одним из факторов производства. Ф. Фукуяма выделяет три уровня создания социального капитала.

Первый основан на семейном воспитании, где формируется первичное доверие на уровне родственных связей, второй формируется на основе добровольных организаций, третий — на государственном уровне. В целом Фукуяма считает, что общественное благополучие и способность к конкуренции обусловлены в общем и целом единственной культурной характеристикой — уровнем доверия, присущим данному обществу, именно в нем он видит базу для общественной добродетели и, как следствие, благосостояния. Характеризуется доверие, прежде всего, как возникающее в рамках определенной социальной группы ожидание того, что все без исключения ее члены будут вести себя честно, проявлять готовность к взаимовыручке в соответствии с неформальными нормами, то есть культурными традициями, обычаями, наличием общих морально-этических ценностей.

По его мнению, в рамках всего общества такое поведение оказывается более эффективно, чем поведение «экономического человека», основанное на рациональном расчете и поиске выгоды, на формальных правилах, которые необходимо перманентно вырабатывать, утверждать, отстаивать в рамках судебной системы, обеспечивать их соблюдение с помощью мер принуждения. При этом если в обществе преобладает недоверие, то это можно считать дополнительным налогом на все формы экономического взаимодействия [2].

Н. Нунн изучал вопросы доверия с помощью эконометрических инструментов. Согласно его исследованиям, культура доверия формируется

исторически, непосредственное воздействие на этот процесс оказывает распространение торговли [6].

В институциональной экономике институт доверия, как правило, рассматривается как механизм снижения трансакционных издержек и экономии на издержках принуждения. В этом смысле показателем доверия является сам факт совершения сделки, а также степень ее формализации. Доверие иногда связывают с понятием предсказуемости. По мнению авторов, это является концептуальной ошибкой, поскольку оппортунизм также может быть предсказуем, тогда как доверие подразумевает готовность совершить сделку, а предсказуемый оппортунизм отрицает такую возможность. Если брать рациональные факторы, то доверие сочетает в себе обладание достоверной информацией и опыта позитивного взаимодействия. Таким образом, доверие производно от информационной и эмпирической составляющей. Однако не стоит забывать и про иррациональный характер понятия «доверие», само данное слово происходит от коренного «вера», что само по себе если не отрицает, то не предполагает рационально-познавательного механизма формирования. В этом смысле доверие может формироваться по психологическому принципу распознавания «свой-чужой», что в целом подтверждается наблюдениями за поведением инвесторов и международными потоками капитала.

Доверие долгое время являлось предметом изучения социологов, труды которых в основном и легли в основу институциональной экономической теории, рассматривавшей, например, тему социального обмена (П. Блау, Дж. Хоманс) [6,7]. По мнению Т. Парсонса, социальная самодостаточность, т.е. самосохранение общества, должна быть обеспечена отношениями доверительного взаимообмена, а также особыми устойчивыми отношениями личности и общества. Общество самодостаточно в той мере, в какой действия его членов служат адекватным вкладом в его функционирование [3]. А. Селигмен отмечает, что власть и насилие на время могут решить проблему социального порядка, но не способны обеспечить основу для поддержания этого порядка в долговременной перспективе [4].

В нашей статье мы предлагаем модель, в которой отражается влияние доверия на величину чистого притока капитала в страну. Основной вывод состоит в следующем: в то время как доверие к институциональной среде часто рассматривается как «универсальный» фактор, оказывается, что его действие может зависеть от величины инвестиций. Определенный размер инвестиций может быть сделан на «первичном» доверии к контрагенту, однако его дальнейшее увеличение возможно либо за счет повышения доверия к институциональной среде, либо за счет внедрения затратных схем стимулирования агента. Получается, что малые (в экономическом отношении) страны могут привлекать инвестиции даже при низком качестве институтов (доверия к ним), в то время как рост экономики может приводить уже к оттоку капитала вместо увеличения национального производства.

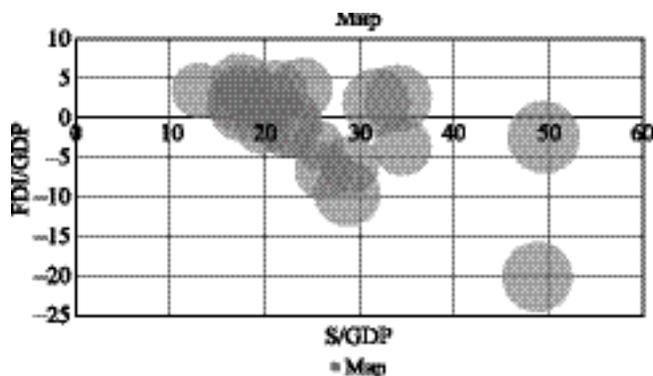


Рис. 1. Барометр Эдельмана

Доверие к институтам неодинаково воздействует на величину чистого притока капитала в страну. При прочих равных условиях, чем больше величина экономики — тем важнее доверие к институтам для привлечения иностранного капитала.

На сегодняшний день существует большое количество методик оценки уровня доверия в обществе. Мы будем пользоваться получившим в международных деловых кругах известность так называемым барометром Эдельмана («Edelman Trust Barometer»). Это сравнительное международное социологическое исследование, проводимое ежегодно компанией «Edelman», представляет собой онлайн-опрос респондентов различных стран мира, результаты которого демонстрируются на Всемирном экономическом форуме в Давосе¹.

На рисунке представлена зависимость между чистыми прямыми иностранными инвестициями и объемом сбережений в ВВП. Расчет произведен по данным Всемирного банка с учетом различного уровня общественного доверия, отраженного величиной соответствующего круга (чем больше круг, тем больше показатель доверия согласно Edelman Trust Barometer). Представлены усредненные данные за 2010–2014 гг. по первым двум показателям и усредненные данные за 2011–2015 гг. по доверию (в связи с тем, что эти данные публикуются в начале отчетного года, т.е. отражают ситуацию, сложившуюся по результатам предыдущего года). Очевидно, что страны с низким уровнем сбережений имеют чистый приток капитала. Однако если доля сбережений в ВВП растет, а уровень доверия не увеличивается, то приток капитала сменяется оттоком. Наконец, странам-лидерам по уровню сбережений в ВВП даже очень высокого уровня доверия к институтам оказывается недостаточно для привлечения капитала в виде прямых инвестиций.

¹ Подробнее о барометре Эдельмана см. на сайте <http://www.edelman.com/>.

Модель регрессии, оцененная МНК:

$$\frac{FDI}{GDP} = -0,530 \frac{S}{Y} + 0,228 * Trust, \quad R^2 = 0,518$$

(0,121) (0.060)

Коэффициенты при уровне сбережений в ВВП и доверии значимы ($\alpha = 0,05$), так же как и коэффициент детерминации.

Может показаться, что отрицательный коэффициент при сбережениях очевиден и не имеет отношения к нашим выводам. Действительно, большие сбережения должны приводить к меньшей процентной ставке в стране и, следовательно, к меньшему притоку или большему оттоку капитала. Однако в силу парадокса Фельдштейна-Хориоки [5] зависимость между долями инвестиций и сбережений в ВВП, как правило, прямая, и коэффициент при доле сбережений в ВВП должен был бы быть положительным. Изучению данного парадокса посвящено несколько исследований в России [8, 9].

Действительно, заменяя в модели регрессии показатель доверия на константу, получаем:

$$\frac{I}{GDP} = 0,619 \frac{S}{Y} + 8,534, \quad R^2 = 0,664$$

(0,098) (2,666)

Модель. В этой части работы мы продемонстрируем на основе формальной модели ту роль, которую может сыграть доверие, устанавливающееся между контрагентами в процессе осуществления прямого международного инвестирования. В целях упрощения мы будем рассматривать потоки капитала между двумя странами, абстрагируясь от экономических процессов в мире в целом. В каждой экономике действует n фирм и среднее количество капитала, используемого фирмой. Инвесторы выбирают объект для инвестирования у себя на родине или за границей. Мы предполагаем, что критерием их выбора служит отношение ожидаемой доходности инвестиций к риску, измеряемому средним квадратическим отклонением ожидаемой доходности. Инвестор не управляет проектом самостоятельно, но заключает контракт с менеджером. Исполнение менеджером своих обязательств связано с моральным риском, что должно быть учтено в заключаемом контракте.

Чтобы сконцентрироваться на факторах, определяющих движение капитала, мы предположим, что все фирмы (в обеих странах) используют одинаковое количество труда, которое мы нормируем к единице. При этом выпуск фирмы не детерминирован: фирма может потерпеть крах или, напротив, быть успешной в текущем году. Производственная функция, таким образом, имеет вид:

$$Y = pAK^\alpha, \quad (1)$$

где Y – выпуск, K – величина капитала, p – вероятность успеха, A – эффективность функционирования фирмы, зависящая от средней величины капитала, используемого фирмами, в стране ($A = K$), $0 < \alpha < 1$.

Инвестор при осуществлении инвестиций воспринимает величину A как данную и не учитывает воздействия собственных решений на нее. Процентная ставка определится тогда как

$$r = \alpha AK^{\alpha-1}. \quad (2)$$

С вероятностью p инвестор получает доход, равный предельной производительности капитала в случае успешного функционирования фирмы. С вероятностью $(1 - p)$ фирма терпит неудачу в текущем периоде, и инвестор не получает ничего. Ожидаемая процентная ставка составляет тогда $\bar{r} = pr$, а ее среднеквадратическое отклонение – $\sigma = r\sqrt{p(1-p)}$. Инвестор, согласно нашим предположениям, ориентируется на отношение ожидаемой процентной ставки и ее среднеквадратического отклонения, т.е. на величину

$$\frac{\bar{r}}{\sigma} = \sqrt{\frac{p}{1-p}}. \quad (3)$$

Обратим внимание на то, что если вероятность успешного функционирования фирмы зависит только от добросовестности менеджера, назначенного инвестором, то, согласно формуле (3), направление инвестиций будет зависеть исключительно от относительных возможностей инвестора решить проблему морального риска.

Для того чтобы абстрагироваться от всякого рода динамических эффектов, мы будем рассматривать все возникающие в экономиках отношения как однопериодные, т.е. прошлые успехи и неудачи экономических субъектов не оказывают влияния на текущее состояние. В нашей модели прошлый период связан с настоящим только через величину продукта прошлого периода, которая не была потреблена и инвестируется в производство в текущем периоде.

Допустим, что вероятность успеха фирмы в текущем периоде зависит от доли δ информационной ренты M , которую присваивает менеджер в текущем периоде и которая может быть равна 0 или 1, и от экзогенного шока, специфического для страны. Экзогенный шок с равной вероятностью может быть положительным (s_+), отрицательным (s_-) или нейтральным (s_0). Экзогенные шоки разных периодов не зависят друг от друга. Таким образом, $p = p(\delta, s)$. Положительный экзогенный шок увеличивает вероятность успеха фирмы в текущем периоде, в то время как отрицательный – уменьшает. Увеличение или уменьшение вероятности успеха происходит независимо от уровня величины δ на одну и ту же величину.

Информационная рента, которую может присвоить менеджер, включает в себя различные составляющие, такие как усилия, полезность,

получаемую от непроизводительного использования ресурсов, возможность заключения контрактов с аффилированными лицами и т.д. В нашей модели мы акцентируем внимание на возможность отвлечения инвестированного капитала на реализацию собственных интересов менеджера. Возможности такого использования расширяются при увеличении масштабов инвестиций увеличивающимися темпами: $M'(K) > 0$, $M''(K) > 0$.

Использование инвестированного капитала может быть связано, однако, с возможным наказанием, а также потерями репутационного и/или психологического свойства. Наказание определяет доверие инвестора к государству и соответствующим институтам, таким, например, как суды. Прочие потери связаны с неформальными особенностями среды и личностью контрагента и, соответственно, определяют доверие к среде и контрагенту.

Рассмотрим возможные потери инвестора в случае присвоения им ренты как функции от капитала. Можно ожидать, что чем больше капитал, тем больше возможностей имеет инвестор отстаивать свои интересы через суд, а также влиять на репутацию недобросовестного менеджера. Менее однозначна связь с издержками, которые несет менеджер в случае нарушения усвоенных этических норм. С одной стороны, можно предполагать, что «морально» менеджеру будет легче вести себя оппортунистически в отношении крупного, чем мелкого, инвестора, поскольку последний будет более склонен к контролю действий контрагента. С другой — очень крупные проекты означают вовлеченность большего числа лиц, и, идя на нарушение, инвестор затрагивает благополучие большего числа людей, чем в случае относительно небольшого проекта. Будем считать, что издержки «этического» свойства будут уменьшаться с ростом капитала, но начиная с какого-то момента — вновь расти. Тем не менее, поскольку это — лишь одна из составляющих возможного наказания недобросовестного менеджера, мы можем ожидать, что с ростом капитала ожидаемая величина наказания также растет. Заметим, что, поскольку в нашей модели все фирмы одинаковы, капитал каждой фирмы равен среднему капиталу фирмы в экономике. Иными словами — мы не рассматриваем проблему неравенства инвесторов.

Ожидаемое наказание недобросовестного менеджера не следует, однако, рассматривать как простую сумму составляющих (наказания в рамках законодательства, репутационных потерь и «внутреннего наказания» вследствие нарушения усвоенных этических норм). Во-первых, они могут быть до некоторой степени взаимообусловлены, например, решение суда может повлиять на репутацию. Во-вторых, один из компонентов наказания может замещать другой. Например, высокое ожидаемое наказание со стороны государства может снизить «внутренние» потери, поскольку нарушитель перекладывает ответственность за свои действия в таком случае на государственные институты. А высокие «внутренние» издержки (конечно, в той мере, в какой они наблюдаемы)

могут расцениваться как «раскаяние» и снижать ожидаемое наказание со стороны государства и репутационные потери. Это позволяет нам предположить, что ожидаемая величина наказания C растет с ростом капитала инвестора замедляющимися темпами. Т.е. $C'(K) > 0$, $C''(K) < 0$.

Исходя из сказанного, мы можем представить динамику ренты, которую может присвоить агент и наказания так, как это показано на рис. 2.

Из рис. 2 видно, что в рамках сделанных нами предположений существует диапазон $[K_1, K_2]$, внутри которого ожидаемое наказание превышает размер ренты, которую может присвоить недобросовестный менеджер. В рамках этого диапазона менеджеру невыгодно вести себя недобросовестно, следовательно, проблема морального риска возникает при слишком большом (больше K_2) и слишком маленьком (меньше K_1) размерах капитала.

Проблема морального риска может быть решена путем установления премиальных (π) в случае успешного функционирования фирмы. Допустим, что «сторонняя возможность» (outside option) менеджера составляет 0 и он не получает ничего, если в текущем периоде фирма терпит неудачу. Тогда для того, чтобы менеджер отказался от недобросовестного поведения необходимо выполнение условия:

$$p(0, s)\pi \geq M(K) - C(K) + p(1, s)\pi. \quad (4)$$

Для преодоления проблемы морального риска инвестор установит минимально необходимые премиальные:

$$\pi = \frac{M(K) - C(K)}{p(0, s) - p(1, s)}. \quad (5)$$

Далее, мы сформулируем ряд утверждений, демонстрирующих роль доверия, в связи с ожидаемым наказанием недобросовестного менеджера, в процессе международного движения капитала. Обратим внимание на то, что речь в данном случае идет именно о доверии как типе рискованного поведения, поскольку имеется в виду ожидаемое наказание, представление о котором инвестор, как правило, имеет лишь, в общем и целом. Конкретный менеджер, с которым инвестор вступает в отношения, может существенно отличаться от среднего в смысле «внутренних установок», способности уходить от правосудия и чувствительности к репутационным потерям.

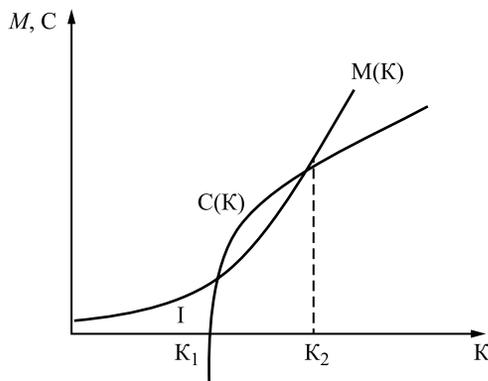


Рис. 2. Динамика ренты, присваиваемой агентом, и ожидаемой величины наказания в зависимости от величины капитала

Утверждение 1. При наличии морального риска отношение ожидаемой премии менеджера к инвестированному капиталу а) увеличивается при положительных экзогенных шоках и уменьшается при отрицательных, б) растет с ростом капитала, при условии, что инвестиции осуществляются до тех пор, пока рента менеджера не превышает величину инвестиций и $(M'(K) - C'(K)) \geq 1$.

Доказательство. Доля ожидаемой премии агенту в инвестированном капитале составляет:

$$\frac{\bar{\pi}}{K} = \frac{p(0,s)}{p(0,s) - p(1,s)} \frac{M(K) - C(K)}{K}. \quad (6)$$

а) Положительный и отрицательный экзогенные шоки изменяют вероятность успеха фирмы независимо от величины δ , т.е.

$$\frac{\partial p(0,s)}{\partial s} = \frac{\partial p(1,s)}{\partial s} = \frac{\partial p(\cdot,s)}{\partial s}. \text{ Тогда}$$

$$\frac{\partial(\bar{\pi}/K)}{\partial s} = \frac{2}{p(0,s) - p(1,s)} \frac{\partial p(\cdot,s)}{\partial s} \frac{M(K) - C(K)}{K}. \quad (7)$$

Выражение в правой части (7) больше нуля, следовательно, увеличение s , означающее положительный экзогенный шок, связано с повышением доли премиальных менеджеру в инвестированном капитале. Напротив, эта доля понижается в случае негативного шока.

б)

$$\frac{\partial(\bar{\pi}/K)}{\partial s} = \frac{2}{p(0,s) - p(1,s)} \frac{\partial p(\cdot,s)}{\partial s} \frac{M(K) - C(K)}{K} \quad (8)$$

Выражение в правой части (8) больше нуля в случае, если $K > \frac{M(K) - C(K)}{M'(K) - C'(K)}$. Допустим, что этот случай не имеет места. Тогда

$M(K) > K(M'(K) - C'(K)) + C(K)$. Согласно условию, величина ренты превышает величину капитала, и инвестиции не осуществляются.

Ожидаемая величина премиальных, выплачиваемых менеджеру, относительно капитала ($\frac{\bar{\pi}}{K}$) представляет собой плату инвестора за ожидаемую доходность относительно риска ($\frac{\bar{r}}{\sigma}$). Величина $\frac{\bar{r}}{\sigma}$, по сути, отражает полезность, получаемую инвестором от данного инвестиционного проекта, поэтому, строго говоря, она не сопоставима с $\frac{\bar{\pi}}{K}$. Полезность инвестора зависит поэтому от веса, который он придает ожидаемым платежам в пользу менеджера:

$$u = \frac{\bar{r}}{\sigma} - a \frac{\bar{\pi}}{K}, \quad (9)$$

$$a > 0.$$

Утверждение 2. При прочих равных а) экономика с меньшим капиталом более привлекательна для инвестирования; б) если две экономики испытывают экзогенные шоки одинаковой направленности, то при положительном шоке капитал движется в экономику с меньшим количеством капитала, а при отрицательном – с большим (при условии, что инвестиции осуществляются до тех пор, пока рента менеджера не превышает величину инвестиций и $(M'(K) - C'(K)) \geq 1$); в) если экзогенные шоки разнонаправлены, то при высокой чувствительности к ожидаемым платежам в пользу менеджера экономика может оказаться более привлекательной за счет отказа от решения проблемы морального риска.

Доказательство. а) При равной величине $\frac{\bar{r}}{\sigma}$ полезность выбор инвестора зависит только от величины $\frac{\bar{r}}{\sigma}$, которая, согласно утверждению 1 растет с ростом капитала.

б) Продифференцируем выражение (7) по K :

$$\frac{\partial \left(\frac{\partial(\bar{\pi}/K)}{\partial s} \right)}{\partial K} = \frac{2 \frac{\partial p(\cdot, s)}{\partial K} (M'(K) - C'(K)) K - (M(K) - C(K))}{\dots} \quad (10)$$

В рамках условий, указанных в пункте «б», правая часть выражения (10) больше нуля (см. также доказательство п. «б» утверждения 1), следовательно, величина премиальных менеджеру по отношению к инвестированному капиталу более чувствительна к экзогенным шокам в экономике с большим количеством капитала. Согласно утверждению 1 в случае положительного шока величина $\frac{\bar{\pi}}{K}$ растет в случае экзогенного шока, следовательно, экономика с большим количеством капитала становится менее привлекательной. И наоборот – в случае с отрицательным экзогенным шоком.

в) Например, учитывая (3), получим, что при $a > \frac{K}{\bar{\pi}} \left[\sqrt{\frac{p(0, s)}{1 - p(0, s)}} - \sqrt{\frac{p(1, s)}{1 - p(1, s)}} \right]$ привлекательность для экономики выше, если инвесторы отказываются от решения проблемы морального риска.

Часть «б» утверждения 2 говорит о том, что в «хорошие времена» (когда вся мировая экономика испытывает положительный шок) от свободного движения капитала выигрывают, прежде всего, небольшие экономики, в то время как в «плохие времена» лучшим направлением для инвестиций становятся крупные экономики. Часть б) утверждения 2 может показаться обнадеживающей, поскольку даже экономика, испытывающая трудности, может оказаться привлекательной за счет отказа от стимулирования менеджеров. Однако на деле платой за эту привлекательность оказывается расширение теневой деятельности, осуществляемой или «спонсируемой» недобросовестным менеджером за счет инвестора,

нарушение конкуренции за счет его взаимодействия с аффилированными лицами, а не с теми, которые предлагают лучшие условия, и т.д.

Вернемся теперь к рисунку 2. Заметим, что в нашей модели единственная помеха свободному движению капитала – ожидаемая величина премиальных агенту.

Утверждение 3. а) Движение капитала свободно в диапазоне $[K_1, K_2]$ на рис. 2; б) отток капитала более свободен, чем приток вблизи точки K_2 в то время, как приток более свободен, чем вблизи точки K_1 , в) при прочих равных, за пределами $[K_1, K_2]$ движение инвестиций из крупной экономики в малую более свободно, чем в противоположном направлении, причем различие усиливается, если обе экономики испытывают положительный экзогенный шок и ослабевает в случае отрицательного.

Доказательство. а) В диапазоне $[K_1, K_2]$ менеджеру невыгодно вести себя недобросовестно. Величина премиальных в таком случае равна 0. Следовательно, единственная фрикция на рынке капитала, допустимая в рамках рассматриваемой модели, отсутствует, и движение капитала свободно.

б) Премиальные менеджеру становятся больше нуля при выходе из диапазона $[K_1, K_2]$. Выход влево связан с оттоком капитала, в то время как выход вправо – с притоком. В то же время движение внутри этого диапазона свободно.

в) За пределами диапазона $[K_1, K_2]$, величина $\frac{\bar{\pi}}{K}$ увеличивается с ростом капитала, следовательно, при перемещении капитала из крупной экономики в малую приводит к ее уменьшению, а движение в противоположном направлении – к росту. Согласно *утверждению 2* воздействие экзогенного шока на величину $\frac{\bar{\pi}}{K}$ увеличивается с ростом капитала. Следовательно, в случае положительного шока она увеличится (согласно *утверждению 1*) в большей степени в крупной экономике и движение капитала туда станет еще более затруднительным. Наоборот, при негативном шоке движение капитала в крупную экономику станет легче, чем до шока.

Исходя из *утверждения 3* можно сделать вывод, что, при прочих равных, капитал будет стремиться из малых экономик в крупные лишь при условии большего доверия к последним.

Расширение диапазона $[K_1, K_2]$ повышает доверие инвестора. Исходя из рассуждений, сделанных при построении рис. 2, мы можем сделать следующее утверждение:

Утверждение 4. Доверие инвестора растет а) по мере того, как наказание менеджера становится более объективным, т.е. меньше зависит от способности инвестора отстаивать свои интересы, б) по мере того, как взаимное ослабление действия различных компонентов наказания уменьшается.

Доказательство. а) Большая объективность наказания, означает, что наказание в меньшей степени зависит от величины капитала. Это влечет за собой смещение точки K_1 влево, что означает расширение диапазона $[K_1, K_2]$ и, соответственно, рост доверия инвестора. Помимо этого, кривая на рис. 2 становится более вогнута вверх.

б) Ослабление различными компонентами наказания действия друг друга заставляет наказание расти все медленнее по мере роста капитала. Значит, уменьшение такого взаимного влияния должно привести к сдвигу точки K_2 вправо, что также означает расширение диапазона $[K_1, K_2]$.

Последствия расширения диапазона $[K_1, K_2]$ с точки зрения развития экономики могут быть двоякими. Сдвиг K_2 вправо определяет максимальное количество капитала, которое может свободно поступить в экономику без фрикций с ее стороны. С другой стороны, сдвиг K_1 влево определяет величину, до которой количество капитала в стране может быть сокращено без фрикций со стороны национальной экономики.

Все это позволяет выдвинуть следующую гипотезу по поводу известного парадокса Фельдштейна–Хориоки и его ослабления с течением времени. Допустим, что величина капитала во всех экономиках близка к K_1 . Тогда возможности свободного оттока капитала оказываются крайне ограниченными и инвестиции в экономиках определяются главным образом собственными сбережениями, по крайней мере в среднем за длительный период, когда отсутствует заметное влияние случайных экзогенных шоков. По мере экономического роста величина капитала все дальше отклоняется вправо от K_1 , что повышает возможности свободного его перемещения из одной экономики в другую.

Продолжая эту логику, рассмотрим две страны, для которых интервалы, аналогичные $[K_1, K_2]$, не пересекаются. На рис. 3 представлены графики зависимости ренты, которую может присвоить менеджер, и ожидаемого наказания в зависимости от капитала представлены для двух стран – А и В.

Менеджер ведет себя добросовестно без дополнительного стимулирования в виде премиальных при величине капитала в диапазоне $[K_{A1}, K_{A2}]$ в стране А и в диапазоне $[K_{B1}, K_{B2}]$ – в стране В. Постепенное накопление капитала в экономике стран приводит к необходимости расширения указанных интервалов, что в нашем построении предполагает укрепление доверия инвесторов к стране и контрагенту.

Действительно накопление капитала в стране В сверх величины K_{B2} приводит к тому, что для обеспечения добросовестности контрагента необходимо устанавливать премиальные. Однако отношение премиальных к капиталу будет ниже в стране А (по крайней мере пока размер капитала в ней не достиг величины K_{A2}), что приведет к перетоку капитала из В в А, до тех пор, пока они не сравняются по величине капитала.

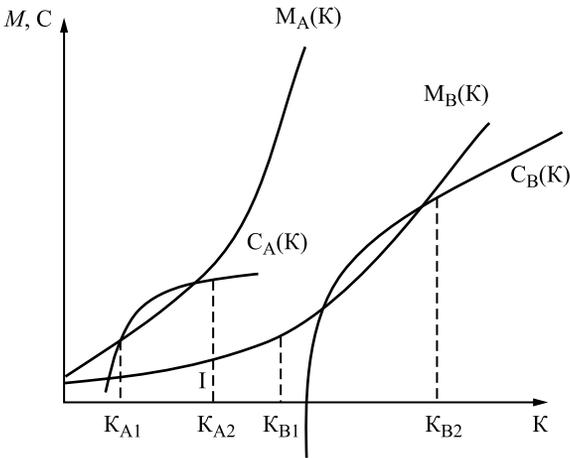


Рис. 3. Динамика ренты и ожидаемой величины наказания в странах, различающихся интенсивностью роста этих параметров при увеличении капитала

С другой стороны, если количество капитала в стране В находится внутри отрезка $[K_{B1}, K_{B2}]$, то после достижения количества капитала в стране А величины K_{A2} инвесторам в стране А оказывается выгодным инвестировать в экономику страны В, а не в экономику своей страны, до тех пор, пока капитал в ней не достигнет K_{B2} .

Аналогично, падение экономики и сокращение количества капитала в ней может привести к резкому переключению инвесторов с одной страны на другую. Например, если в ситуации, описанной

абзацем выше, капитал страны А сокращается вдруг ниже K_{A2} , инвестором этой страны становится выгодным также начать инвестировать в В. Можно предположить, что обеим странам на рис. 3 выгодно расширение интервалов, в которых отсутствует моральный риск. Однако ситуация более сложная. Если предположить, что привлечение капитала — единственная цель правительств этих стран, стране В выгодно сдвигать K_{B2} вправо. Сдвиг K_{B1} влево приводит к неоднозначным последствиям в зависимости от того, какая тенденция в движении инвестиций преобладает. Так, если капитал в стране А превышает K_{A2} , сдвиг K_{B1} влево может стимулировать переток капитала в страну В. Наоборот, если страна В испытывает негативный экзогенный шок, в то время как страна А — позитивный, такое сближение облегчит капиталу движение из страны В в страну А. Следовательно, в этих условиях страна В постарается сдвинуть K_{B1} вправо. Напротив, стране А выгодно смещать K_{A1} вправо, чтобы затруднить отток капитала в случае негативного шока. Что касается сдвига K_{A2} вправо, то он становится выгодным в случае ухудшения ситуации в стране В для облегчения ухода капитала из нее. В противном случае выгодным будет сдвиг K_{A2} влево.

Из проведенного исследования можно сделать следующие основополагающие выводы:

1. Доверие к институтам является одним из основополагающих институциональных факторов международного движения капитала в виде прямых инвестиций.

2. Для стран с низкой долей сбережений вопросы доверия не являются принципиальными, по мере роста объемов сбережений они приобретают все большую значимость.

3. Недостаток доверия должен быть компенсирован дополнительными стимулами для противодействия оппортунистическому поведению агентов.

Остается открытым вопрос о том, как правительства стран могут влиять на доверие национальных инвесторов к иностранным контрагентам и иностранной экономике в целом, равно как и на доверие иностранных инвесторов к национальным институтам.

Литература

1. *Arrow K. J.* Gifts and Exchanges // *Philosophy and Public Affairs*. — 1974. Vol. 1. № 4. P. 343–362.
2. *Фукуяма Фрэнсис.* Доверие. Социальные добродетели и созидание благосостояния / Новая постиндустриальная волна на Западе / Антология. М.: Academia, 1999.
3. *Парсонс Т.* Система современных обществ / М.: Аспект Пресс, 1998.
4. *Селигмен А.* Проблема доверия / Перевод с англ. М: Идея-Пресс, 2002.
5. *Feldstein M., Horioka C.* Domestic Savings and International Capital Flows / *The Economic Journal*. № 90 (358), 1980. P. 314–329.
6. *Штомпка П.* Социология. Анализ современного общества / М.: Логос, 2005.
7. *Белянин А.В., Зинченко В. П.* Доверие в экономике и общественной жизни. / М: Фонд «Либеральная миссия», 2010.
8. *Зубарев А., Трунин П.* Парадокс Фельдштейна–Хориоки: современные аспекты // *Экономическая политика*, 2013. № 4. С. 54–73.
9. *Щербаков В.* Региональная мобильность капитала и парадокс Фельдштейна–Хориоки // *Общество и экономика*, 2014. № 12. С. 40–47.