

**А. Мёрфи**

профессор финансов Университета Окленда (Рочестер, США)

**З. А. Сабов**

профессор кафедры экономики исследований и разработок  
Санкт-Петербургского государственного университета

## **СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ ВОСТОЧНОЙ И ЗАПАДНОЙ ГЕРМАНИИ<sup>1</sup>**

Политические реформы в коммунистическом мире привели к массовому спросу на импорт экономической и финансовой систем Запада. Такой политический спрос на рыночную экономику, основанный на теориях, был стимулирован академическими кругами, претендовавшими доказать эффективность рыночного хозяйства (например, Taga, 1984; Goldfeld, Quandt, 1988) и экономистами типа Милтона Фридмана, который «руководствовался идеей о том, что все, делаемое правительством, является плохим» (Klamer, 1983). К сожалению, такие упрощенные экономические теории игнорируют множество практических финансовых проблем, и то обстоятельство, что результатом рыночных экономических реформ в Восточной Европе после 1989 г. была вначале депрессия, а не обещанное быстрое процветание. Например, согласно отчету МВФ (IMF, 1996), за период с 1990 по 1995 г. валовой внутренний продукт в Восточной Европе сократился более чем на 40%. Для того чтобы воспрепятствовать будущим экономическим кризисам, полезна реалистичная оценка некоторых финансовых аспектов различий между рыночной и плановой системами. Не ставя под сомнение факт более высокой результативности рыночной экономики западного типа, попытаемся рассмотреть те финансовые сферы, в которых рыночный механизм иногда делает «осечки». Любопытно, что в этих сферах, где плановое хозяйство было гораздо менее развито, проблемы неэффективности были менее острыми. Для этого сравнительного анализа подходят бывшие Западная и Восточная Германия. Нами была выбрана лишь одна узкая, но важная часть экономики — область принятия решений о финансировании инвестиций. Главная цель статьи заключается в том, чтобы проанализировать неэффективность рыночных механизмов в этой сфере экономики, которые связаны с возникновением определенных институтов человеческого поведения.

Если в экономической теории ищутся подходы, которые учитывают человеческий фактор в экономике, то их можно обнаружить в новом институционализме. Задача экономистов по Дж. Бюкенену состоит в том, чтобы исследовать человеческое поведение в рамках социальных институтов. Институционализм делает попытку соединения разных ветвей науки, которые анализируют «ядро» и «среду» экономики. Исторический опыт в познании правовых и социологиче-

---

<sup>1</sup> Данная статья является развитием идей, изложенных в книге А. Murphy "The Triumph of Evil: the Reality of the USA's Cold War Victory" (European Press Academic Publishing, 2000).

ских явлений и анализ психологических факторов служат для изучения экономического поведения отдельных индивидуумов.

В своем подходе институционализм разрывает границы между экономической и другими общественными науками. Используются, например, социально-психологические методы, чтобы из индивидуального поведения извлечь знание о групповом экономическом поведении. В рамках институционализма во многих случаях происходит эмпирическое описание социально-экономической действительности. Исследования большинства институционалистов принимают форму сравнения экономических систем, т. е. сравнение старых и новых экономических систем или различных экономических порядков.

С помощью экономических аспектов неоинституционализм обсуждает изменение самих институтов (экономика конституции; экономическая теория политики; экономическая теория бюрократии; экономическая теория права; экономическая теория предпринимательства). В сущности, при этом подходе речь идет об анализе институтов хозяйствования. Одновременно предполагается, что экономические субъекты ведут себя рационально.

Можно выделять разные виды институтов. Это регламенты и методика принятия решений в обществе. Это нормы, традиции и другие ограничения поведения. Это право собственности и объединения в организации. Обычно разделяют внешние и внутренние институты. Внешние институты основаны на правилах государственных и правовых порядков. Они обособляют конституцию страны и структуру прав действия. Внутренние институты — это приспособление формы поведения к внешним институтам (формы собственности, контрактов, предприятий).

### Историческая эволюция разделенных германских финансовых систем

До своего объединения Восточная и Западная Германия представляли собой интересный пример для сравнения плановых и рыночных систем принятия решений в финансовой сфере. Хотя Германия и была страной с рыночной экономикой до своего поражения во Второй мировой войне, восточная часть страны после войны оказалась в зоне советской оккупации, и этот сектор трансформировался в коммунистическую Восточную Германию.

Несмотря на выделение четырех обособленных зон оккупации для США, Франции, Великобритании и советских оккупационных сил после войны (и четырех обособленных зон Берлина, который был изолирован в рамках восточной зоны), исходный план стран-победительниц (оговоренный в Ялте в начале 1945 г.) заключался в создании единой Германии на обломках побежденной фашистской страны и выплате репараций СССР за военный ущерб (Harmssen, 1951). Точная сумма репараций была установлена в соответствии с соглашением между Советским Союзом и западными странами в Потсдаме в июле 1945 г. (причем 10 млрд долл. должны были быть выплачены СССР в виде репараций за огромный разрушительный ущерб, который фашистская Германия причинила в течение Второй мировой войны).

Однако Советскому Союзу не удалось получить какие-либо репарации из западных секторов оккупированной страны (Arel, 1966). В результате он должен был извлекать всю сумму из восточного сектора Германии, и общие репарационные выплаты из этой области в среднем ежегодно составляли около 25% ее национального дохода за период между 1946 и 1953 гг. (Stolper, 1960). Другие виды изъятия средств со стороны Советского Союза (для покрытия иных издержек, связанных с войной) привели к тому, что общая сумма средств, изъятых у Восточной Германии, превысила 100 млрд марок (Merkel, Wahl, 1991). Эта величина была в то время во много раз больше годового выпуска маленькой Восточной Германии. Например, большая часть капитального запаса (оборудование) Восточной Германии была захвачена Советским Союзом к концу 1946 г.

(Harmssen, 1951), в том числе около 40% запаса, переданного в СССР (Apel, 1966), и еще 20%, оставшихся в Восточной Германии, но перешедших в советскую собственность.

К 1948 г. вызванная компенсациями денежная эмиссия и инфляция в советском секторе побудили США и их союзников (Великобританию и Францию) ввести особую западногерманскую валюту для своей западной зоны Германии и Западного Берлина (Schwarzer, 1999). Советский Союз отреагировал блокадой Западного Берлина, который оказался изолированным от остальной Западной Германии.

Тем временем богатство жителей восточных земель было экспроприровано правительством Восточной Германии за период 1945–1946 гг. (Adler, 1980). В результате значительная часть частного капитала, не конфискованная Советским Союзом, была передана в собственность местного правительства Восточной Германии, в том числе и большое количество промышленных предприятий.

Непосредственно после войны были национализированы (и переданы мелким фермерским хозяйствам) крупные частные земельные владения (Bugant, 1987), хотя в целом сельское хозяйство не национализировалось до 1958–1960-х гг. Несмотря на эти популистские меры, значительные суммы компенсации, которые должны были выплачиваться Восточной Германией СССР, сделали восточных немцев значительно беднее.

В 1961 г. была сооружена стена, разделявшая Восточную и Западную Германию, причем финальным барьером оказалось строительство Берлинской стены в этом году. До разрушения в 1989 г. стена останавливала большой поток эмигрантов из экономически более бедной Восточной Германии в богатую Западную Германию. Большой поток людей из более бедной восточной части Германии в более богатую западную часть продолжался даже после экономического и политического объединения страны. Аналогично внедрение рыночной экономики в остальную часть Восточной Европы (и открытие границ для передвижения людей) вылилось в огромный отток населения из более бедной части мира (в том числе 10% населения Болгарии) в более богатые страны (Stiglitz, 2002).

В 1968 г. Восточная Германия начала процесс объединения своих предприятий в крупные государственные предприятия, названные *комбинатами*, для того, чтобы максимизировать экономию от масштаба в производстве, инновациях и распределении. Этот процесс продолжался в течение 1970-х гг., хотя многим небольшим государственным предприятиям было позволено существовать для максимизации гибкости системы (Polaschewski, 1988). Большая часть оставшихся крупных частных предприятий в Восточной Германии была также национализирована государством в эти годы, причем значительная часть находящегося в частной собственности капитала была «куплена» государством в 1972 г. (через год после прихода к власти Эриха Хонеккера). В указанном году доля государственной собственности в промышленности возросла с 82 до 99% (Weber, 1988). К 1980-м гг. практически все земли и предприятия с числом занятых, превышающим 10 человек, находились в собственности государства, которое тем самым непосредственно контролировало принятие решений. При этом оно также регулировало заработную плату, цены и множество других объектов принятия экономических решений в остальной части экономики (Behr, 1985). Хотя малые частные предприятия были разрешены в большом количестве (например, 81 000 частных ремесленников, включавших пекарей, мясников, портных, маляров, ремонтников), они формировали только очень малую часть валового выпуска продукции (Polaschewski, 1988). При этом официальные лица разрешали частный бизнес только в том случае, если последний лучше удовлетворял интересы общества (Filmer, 1985).

Если не учитывать существования только одного государственного собственника большинства предприятий, которые, как теоретически предполагалось, действовали в интересах всех людей в стране (а не в интересах богатого мень-

шинства акционеров), то можно сказать, что финансовая система Восточной Германии была во многих аспектах похожа на финансовую систему Западной Германии (причем рынок акций в Восточной Германии существовал исключительно в форме правительства, имевшего право скупить любые частные компании, где было более 10 занятых, а цена «скупки» определялась юридической формулировкой).

### Сравнительный анализ принятия финансовых решений

Чтобы облегчить сравнение финансовых систем, деятельность предприятий по принятию финансовых решений можно подразделить на несколько частично обособленных функций, включая осуществление инвестиций, их финансирование и управление. Сравнение того, как каждая из этих функций на практике выполнялась в Восточной и Западной Германии до их объединения, приведено ниже.

Принятие финансовых решений в фирмах Восточной и Западной Германии до объединения было довольно похожим во многих аспектах. Различия в функциях осуществления инвестиций, их финансировании и контроле существовали в основном из-за различий в финансовой среде — финансовых институтов.

#### Осуществление инвестиций

Как в Восточной, так и в Западной Германии инвестиционные решения были обычно централизованными для крупных проектов и децентрализованными для более мелких инвестиций. В Восточной Германии окончательное решение относительно крупных инвестиционных проектов принималось централизованной Государственной плановой комиссией (*Staatliche Plankommission*). Однако функции управления экономикой Восточной Германии были разделены среди большого количества разных фирм, включавших народные предприятия, называвшиеся *volkseigene Betriebe* (VEB), и конгломераты VEB (*комбинаты*), причем каждая из этих фирм имела некоторую степень независимости в принятии инвестиционных решений. Например, решения по поводу небольших проектов, которые, согласно смете расходов, требовали меньше 5 млн марок, или которые финансировались внутри отдельной фирмы за счет внутренне генерируемой прибыли и внутренних денежных потоков, принимались управленческими структурами фирмы (DIW, 1989). Такая комбинация централизованного и децентрализованного принятия инвестиционных решений была похожа на то, что использовалось в частных фирмах Западной Германии. Там управленческие структуры низших уровней принимают решения о проектах, расходы на которые не превышают некий максимум, а высшая администрация принимает конечные решения по поводу крупных инвестиций (Perridon, Steiner, 1988, p. 27).

Вдобавок были похожи критерии, использовавшиеся для принятия инвестиционных решений, причем критерии периода окупаемости инвестиций и/или внутренней нормы дохода (IRR) широко использовались в обеих странах (Knauff, 1983). Период окупаемости (называвшийся в Восточной Германии *Rückflussdauer der einmaligen Aufwendungen* — амортизация инвестиций) рассчитывался как время, требуемое для того, чтобы ожидаемые денежные потоки от инвестиций покрыли исходный отток средств. Для инвестиций с непрекращающимися постоянными денежными потоками в качестве экономически выгодных рассматривались вложения с периодами окупаемости, меньшими, чем величина, обратная требуемой доходности на фонды (капитал), связанные с инвестициями. Показатель IRR (называвшийся в Восточной Германии *Grundfondsrentabilität* — рентабельность основных фондов) рассчитывался как норма дисконта, которая приравнивала сумму приведенной ценности ожидаемых денежных потоков от инвестиций исходным инвестициям (и представля-

ла ожидаемую среднюю доходность инвестиций, вычисленную по методу сложного процента). К реализации принимались проекты с IRR, большей, чем требуемая доходность. Однако также рассматривались другие факторы, такие как тип и количество затрачиваемых ресурсов, тип и количество выпускаемой продукции, и факторы, связанные с окружающей средой (Knauff, 1983), равно как и альтернативные показатели типа доходности продаж (Miller, 2002).

При использовании как периода окупаемости, так и IRR, нужно предсказывать денежные потоки от инвестиций. В Восточной Германии цены на товары и услуги контролировались и определялись централизованно, поэтому денежные потоки было гораздо легче предсказать. Таким образом, там было меньше шансов осуществить инвестиции, которые не следовало реализовывать, а также меньше вероятность отказаться от инвестиций, которые следовало бы осуществлять. В Западной Германии, в которой цены определялись рынком и сильно колебались, вероятность осуществления инвестиций, которые впоследствии не приносили требуемого дохода (или отказа от инвестиций, которые принесли бы доход выше требуемого), была больше. Вдобавок, ценовая неопределенность в Западной Германии требовала большего количества специалистов в области прогнозирования и аналитиков и, таким образом, на принятие инвестиционных решений затрачивалось больше времени и ресурсов.

Инвестиции в Восточную Германию также осуществлялись с полным знанием планов, связанных с другими инвестициями и будущим размещением ресурсов. Таким образом, были минимизированы излишние инвестиции, которые могли бы привести к избыточным мощностям или удвоенным затратам на программы исследований и разработок.

Более того, центральные органы финансового планирования были способны избежать издержек и проблем агентских отношений, связанных с риском банкротства, которые могли заставить заемщиков осуществлять чрезмерно рискованные, неприбыльные инвестиции и пренебрегать более прибыльными, «разумными» вложениями (Myers, 1977). Примером рыночных стимулов к осуществлению неразумных вложений является случай, когда фирма вкладывает свои последние деньги в проект с чрезвычайно высоким риском и очень низкими (или даже отрицательными) ожидаемыми доходами, но при этом со слабой возможностью получения очень крупного дохода, который мог бы спасти компанию от банкротства. Примером компании, неспособной осуществлять разумные инвестиции с большими ожидаемыми доходами, является ситуация, когда фирма не имеет средств, отложенных для того, чтобы инициировать инвестиции. При этом она характеризуется настолько шатким положением, что не способна добиться доверия даже потенциальных клиентов, не говоря уже о поставщиках или кредиторах.

Хотя преимущества централизованно планового наблюдения за финансированием и инвестициями финансово неблагополучных фирм и были бы потеряны, в случае если бы терпящим убытки фирмам позволялось осуществлять экономически нежизнеспособные инвестиции (Goldfeld, Quandt, 1988), но суровые процентные взыскания и строгие административные меры со стороны государства в случаях неплатежеспособности создавали стимулы и возможности для минимизации деятельности, связанной с растратой ресурсов. Это хорошо продемонстрировано в работах (Granick, 1974; Melzer, Stahnke, 1986; Autorenkollektiv, 1988). Помимо повышения эффективности в плане экономии на агентских издержках, плановая система также позволяла избежать как юридических издержек банкротства, так и связанных с банкротством отрицательных эффектов домино, которые приводят к увольнениям, дальнейшим банкротствам и снижению темпов экономического роста (Hudson, 1992).

Одна из проблем, часто упоминающаяся в связи с инвестициями в плановых экономиках, состоит в том, что решения были основаны на централизованно планируемых ценах, а не на ценах, «расчищающих рынок», определяемых

потребительскими предпочтениями. В результате цены и денежные потоки не обеспечивают «эффективного» отражения «рациональных» значений (Erdmann, 1983). Однако цены имеют тенденцию определяться менее эффективно и рационально большой массой неинформированных западногерманских потребителей, которые должны расходовать значительное количество времени, связанного с посещением магазинов (Frink, 2001), и которыми можно манипулировать при значительных издержках с помощью дорогой рекламы и деятельности высокооплачиваемых сбытовиков, мотивированных продать сколь угодно много товаров по максимально возможной цене (Pepall, Richards, Norman, 2002). Станович (Stanovich, 2004) ссылается на психологический факт, согласно которому многими «людьми манипулируют частные компании для того, чтобы эти люди регулярно делали иррациональные покупки не в своих интересах и даже превращаются в потребляющих роботов», выполняющих «покупательскую» функцию для максимизации прибыли богатых лиц (что не связано с индивидуальной полезностью).

В Восточной Германии огромная инфраструктура центральных плановых органов, имевших доступ к информации относительно ситуации с предложением и спросом в этой стране, а также о западногерманских ценах, устанавливали разные цены для разных уровней качества продукции и обслуживания. Гибкость в ценообразовании на некоторые товары обеспечивалась многим восточногерманским фирмам через издание руководящих указаний, касающихся диапазона цен (вместо фиксации цен). Корректировки как фиксированных цен, так и ценовых диапазонов были также позволены на уровне фирмы для того, чтобы улучшить баланс между предложением и спросом. Восточногерманские центральные плановые органы поддерживали довольно статические цены (или ценовые диапазоны) для потребительских товаров, которые полностью не отражали ситуацию с предложением и спросом. Применительно к предприятиям Восточной Германии использовалась сложная система субсидий и корректировок, связанных с трансфертным ценообразованием. Такие меры принимались для того, чтобы корректировать цены по отношению к ценности продукции с целью измерения издержек, прибыли и денежных потоков фирм (Erdmann, 1983).

Если восточногерманская система трансфертного ценообразования требовала значительного объема административного времени, то в Западной Германии больше усилий требовалось для бухгалтерского учета, оценки и самого трансфертного ценообразования. В Западной Германии было гораздо больше фирм и продуктовых брендов, кроме того, существовали, по меньшей мере, три отдельные системы бухгалтерского учета в каждой фирме: одна для финансового учета, другая для внутренних целей и третья для налогов (налоговый учет) (Matz, 1975). В лабиринтах документации громоздкой западногерманской бюрократии западные немцы тратили чрезвычайно много времени только для того, чтобы проверить и вычислить (а также обойти) налоговые обязательства, которые определялись более автоматически в Восточной Германии.

### Финансирование инвестиций

Финансирование инвестиций было связано с внутренними и внешними для фирмы источниками как в Восточной, так и в Западной Германии. В обеих странах собственный капитал был связан с прибылью собственника предприятия после уплаты налогов и дивидендов, причем в Восточной Германии собственником предприятия было правительство. Восточногерманские фирмы были вынуждены автоматически платить 50% чистой прибыли в виде дивидендов своему собственнику в виде центрального правительства, и оно могло также контролировать вложения оставшейся прибыли (Melzer, Stahnke, 1986). Фактическая сумма фондов (капитала), удерживавшихся в восточногерманских предприятиях, определялась как функция прибыльности фирмы и ее инвестицион-

ных потребностей. С другой стороны, в Западной Германии суммы, удерживавшиеся на предприятиях, могли произвольно устанавливаться собственниками на основе характерных особенностей их потребительских и инвестиционных запросов, причем применительно к потребителям это решение принималось профессиональными управленцами крупных западногерманских корпораций (Perridon, Steiner, 1988, S. 302–319).

Что касается решений относительно внутреннего финансирования, то одно из преимуществ восточногерманской системы заключалось в том, что центральные плановые органы не имели тех же возможностей, связанных с обладанием чрезмерными суммами внутренне генерируемых фондов, удерживаемых на предприятиях для финансирования субоптимальных инвестиций. Данную проблему Дженсен (Jensen, 1986) упоминал в качестве главной проблемы для управленцев западных корпораций. Эта проблема присутствует во всех рыночных экономиках, поскольку управленцы имеют мотивы неэффективно держать активы с целью защиты своих окладов и своих рабочих мест. Проблема усложняется в Западной Германии, поскольку западногерманские банки, будучи крупными биржевыми брокерами, которые голосуют большей частью акций, находящихся в собственности у розничных торговцев (Edwards, Nibler, 2000), а также будучи покупателями акций (Whitney, 1991) и управляющими компаний, склоняются контролировать «голосующие» акции множества крупных промышленных фирм, которым они также выдают большие ссуды. Чтобы защитить себя от непогашения этих ссуд, германские банки имеют стимулы заставлять контролируемые ими корпорации держать гораздо больше активов, чем необходимо для обеспечения максимальной производительности.

Если требовался больший объем финансирования, то внешние финансы были доступны как в Восточной, так и в Западной Германии. В Восточной Германии рынок внешнего финансирования состоял из Государственного банка (*Staatsbank*), который выпускал кредит, и Государственной плановой комиссии (*Staatliche Plankommission*), которая обеспечивала собственный капитал (Melzer, 1983). Процентная ставка, назначаемая за кредит в Государственном банке, составляла 5% (как для частных, так и для государственных фирм), хотя применительно к инвестициям в технологии (или в другие области, считавшиеся жизненно важными для экономики) предлагалась субсидируемая ставка в 1,8%. При этом ставка процента возрастала на 2% (или даже больше, до максимума в 12%) в случаях задержки выплат (Autorenkollektiv, 1988). Доходность вложений Государственной плановой комиссии в собственный капитал устанавливалась на минимуме в 6% (эти доходы должны были ежегодно автоматически выплачиваться государственному собственнику как некая разновидность дивидендов по привилегированным акциям, которые удерживались перед вычислением суммы фактических требований государства на обыкновенные акции или чистую прибыль). При этом данная величина могла быть равна 18% для самой эффективной фирмы в отрасли. С другой стороны, в Западной Германии внешнее финансирование обеспечивается индивидуумами и институциональными инвесторами, которым фирмы продают ценные бумаги (долги и акции). Эти ценные бумаги должны предлагать ожидаемый доход, произвольно требуемый указанными инвесторами (Perridon, Steiner, 1988). В обеих странах ценообразование на ценные бумаги было важным для выделения капитала (фондов) предприятиям по определенной стоимости, в результате чего они могли принимать свои инвестиционные решения рационально.

Поскольку источником внешнего финансирования в Восточной Германии был центральный плановый орган, который имел доступ к полной инсайдерской информации, стоимость фондов можно было бы оценивать более точно, и эти фонды можно было выделять наиболее эффективным пользователям финансовых средств. С другой стороны, на рынках в Западной Германии цены отличаются от ценности из-за случайных ошибок, которые могут быть известны

только инсайдерам (Myers, Majluf, 1984). Величина этих ошибок и соответствующее влияние на выделение фондов самым эффективным пользователям могут вполне оказаться весьма значительными (Summers, 1986), даже если это и не приводит к ежегодным изъятиям миллиардов долларов у ничего не подозревающих инвесторов через жульничество или финансовые пирамиды (Понци-система) (Ruffenach, 2004). К причинам отклонений относятся:

- неумеренные спекуляции на курсах ценных бумаг через технический анализ (Beja, Goldman, 1980),
- ценовые манипуляции, которые «с готовностью допускаются инсайдерами Уолл-стрита... и безудержно распространяются» (Stern, Fritz, 1987),
- случаи жульничества и вымогательства на рынках ценных бумаг со стороны мафии (Smith, Schroeder, 2000), к которым относятся угрозы нанесения телесных повреждений (Markon, 2001),
- чрезвычайно неправильное ценообразование на акции зарождающихся отраслей (Schill, Zhou, 2001),
- близорукий взгляд на рынок со стороны части инвесторов (Zarowin, 1989),
- принятие финансовых решений, базирующихся на эмоциях, а не на рациональности (Spinney, 2004),
- неадекватный фундаментальный анализ ценности из-за некомпетентности, небрежности или колебаний настроения инвестора (Oppenheimer, 1984),
- чрезмерная уверенность или уныние инвестора (Barber, Odean, 1999),
- тенденция следовать мнению толпы, что приводит к бумагам и провалам (Spinney, 2004),
- иные естественные психологические тенденции, приводящие к иррациональному принятию финансовых решений (Stanovich, 2004), искажениям в инвестиционном анализе компаний, поскольку внешние (и якобы «независимые») финансовые аналитики постоянно сталкиваются с угрозой того, что компании приостановят предоставление полезной информации (и даже подадут иск о клевете), если в отношении этих компаний публикуются отрицательные отчеты (MacDonald, 1999b), причем особенно искаженным оказывается анализ, осуществляемый инвестиционными банками, на которые оказывают давление, направленное на то, чтобы они дали положительные рекомендации по поводу ценных бумаг в обмен на вложения в такие банки и комиссионные вознаграждения (Gasparing, 2002),
- а также общие психологические факторы, которые приводят к отклонению рыночных цен от их внутренней ценности (Haugen, 1999).

Согласно Шуммерсу (Summers, 1986), корректирующий арбитраж в таких ситуациях может не принести успеха даже на высоко развитом рынке ценных бумаг. В результате такого неправильного ценообразования в рыночных экономиках капиталы выделяются иррационально, а не наиболее эффективным пользователям.

К ситуации пониженной степени рациональности размещения капиталов на западногерманском рынке ценных бумаг добавляется проблема, связанная с тем, что на анализ ценных бумаг (и размещение капиталов) направляется большее количество ресурсов, чем было необходимо на рынках капитала в централизованно планируемых экономиках. Централизованно планируемая экономика Восточной Германии с ее очень простой финансовой системой делала возможным принятие решений о размещении фондов небольшой, хорошо информированной группой аналитиков, которые в рамках этой простой системы были теоретически хорошо обучены финансовому анализу с точки зрения общественной (государственной) пользы.

Даже когда в странах с рыночной экономикой для вложения денег выбираются «профессиональные» управленцы, факты не всегда свидетельствуют о разумных инвестиционных решениях. Ведь финансовые менеджеры обычно отбираются на основе умения продавать и личных контактов, а не навыков в инве-

стиционной сфере (O'Bar, Conley, 1992). Более того, даже если бы инвестиционные решения в рыночной экономике принимались бы лицами, действительно имеющими аналитические способности, управленческие структуры компаний имели бы юридические права по значительному искажению финансовой информации, поставляемой таким инвестиционным аналитикам посредством различных процедур бухгалтерского учета, которые могут закамуфлировать подлинную экономическую ситуацию данных компаний. Причем сегодня данная проблема стоит даже острее, чем когда-либо раньше (Serwer, 2002). Поэтому возникает вопрос о том, имеют ли финансовые отчеты как институты в рыночной экономике вообще какую-либо значимость (Gibbs, 2002). Такие проблемы, разумеется, усиливаются в широко распространенных случаях нелегальных манипуляций, связанных с бухгалтерским учетом, которые скрываются. Подобные случаи хорошо проиллюстрированы в корпоративном меморандуме 1986 г. «Мы не можем говорить правду» (Pasztor, Karp, 2004).

Вдобавок на западных рынках капитала издержки ведения торговли и осуществления анализа ценности фондовых активов часто приводят к тому, что инвесторы требуют надбавки к нормальному доходу (Halle, Stoll, 1989). Эта премия за ликвидность значительнее для небольших фирм из-за неспособности диверсифицировать постоянные издержки ведения торговли и осуществления анализа при большом объеме фондовых активов (Dubosfsky, Groth, 1986). Существование премий за ликвидность на западных рынках капитала означает более высокую стоимость капитала, особенно для небольших фирм (Stoll, Whaley, 1983). При осуществлении определенных усилий для уменьшения этих премий за ликвидность может быть сформирована громадная финансовая инфраструктура, но в некоторых странах комиссионные вознаграждения, формируемые банковскими, брокерскими и страховыми компонентами этой инфраструктуры превышают 5% (Stora, 1999), причем эти издержки «мертвого груза» не включают других значительных издержек торговли ликвидными активами (типа разности между ценами покупки и продажи), а также всех издержек, связанных с обеспечением наилучших условий заключения сделок и анализа инвестиций. Однако даже когда такая дорогостоящая финансовая инфраструктура сформирована (как в США), то стоимость капитала и банковских ссуд может остаться чрезвычайно высокой для небольших фирм, чей размер не позволяет им иметь ценные бумаги, обращающиеся на таких очень дорогих рынках (Netman, 1981).

Следует также упомянуть, что требуемые премии за риск по ценным бумагам чрезвычайно сильно колеблются на западных рынках капитала (Chan, Chen, Hsieh, 1985). Результатом этого является неопределенность, касающаяся стоимости и доступности фондов, социально непродуктивная спекуляция относительно будущей динамики премии за риск, а также неправильное ценообразование и растраты аналитических ресурсов. Вдобавок на западных рынках капитала может требоваться дополнительная премия за риск в связи с изменчивостью самой этой премии. Результирующая большая стоимость капитала приводит к уменьшению количества инвестиционных проектов, принимаемых к реализации, и соответственно к снижению темпов экономического роста в странах с рыночной экономикой (хотя увеличение требуемых доходов означает ускорение экономического роста).

Более того, из-за существования централизованного планирования в Восточной Германии, потребление в этой стране, по-видимому, было более стабильным, чем в Западной Германии. Правда на более низком уровне, что соответствовало примерно 1/3 западногерманского уровня. В результате снижалась требуемая премия за системный риск, измеряемая бета-коэффициентами, что усиливало расхождения между значениями стоимости капитала в двух странах.

Некоторые факты также свидетельствуют, что предпринимателей и корпоративную бюрократию труднее убедить профинансировать инновативные и производительные долгосрочные инвестиции, чем правительство. В частности, стрем-

ление защитить рабочие места, оклад и статус-кво вносит вклад в тот факт, что крупные корпорации «не имеют больших оснований для независимого образа мышления» в США (O'Ba, Conley, 1992) или в Германии (Rhoads, 1999). В действительности, корпорации имеют стимулы препятствовать инновациям, которые могут увеличить конкуренцию или сделать их собственные продукты устаревшими. Даже если ограничиться рассмотрением инноваций, которые фактически иницируются и финансируются западными компаниями, то выясняется, что около половины из них оказываются финансово неуспешными (Kleinschmidt, Cooper, 1995). Более того, некоторые чрезмерно успешные «инновативные» герои часто сами ничего не создают, а лишь копируют инновации других лиц, а затем монополизуют рынок посредством специальных соглашений, заключенных благодаря социальным контактам, а также путем скупки контрольных пакетов акций соответствующих компаний и хищнического ценообразования, которое стало возможным только вследствие их богатства (Wilson, 1998). Одна крупная фармацевтическая компания в США даже имеет репутацию компании, препятствующей разработке многих успешных лекарств через свои собственные исследования, и поэтому она выкупала небольшие компании, которые способны разработать потенциально успешные на рынке лекарства (Hensley, 2001).

В странах с рыночной экономикой предложение венчурного капитала для финансирования новых проектов ограничено, но существует тенденция вкладывать такие деньги непродуманным образом (Armstrong, 2001). Например, применительно к крупным венчурным инвесторам, специализирующимся на финансировании новых проектов и идей, один успешный предприниматель в сфере интернет-технологий признал, что «венчурный капитал — это, главным образом, мир контактов и случая» (Wilson, 2000). Большое количество венчурных инвесторов просто «действует в соответствии со своей внутренней решимостью» (Reiss, 2004). Другой автор констатировал, что «венчурные инвесторы отчасти подобны стаду животных; вы становитесь хорошим вожаком, а остальные просто следуют за вами без особого усердия». Далее он отметил, что он обеспечивал венчурных инвесторов даже меньшим объемом информации, чем банки, когда подавал заявку на получение корпоративной кредитной карты (Bransten, 2000). Благодаря инвестиционной фантазии у предпринимателя возникает также психологическая тенденция присоединяться к мнению большинства, тенденция, характеризующаяся волнами оптимизма, которые приводят к неэффективным чрезмерным инвестициям в некоторые непродуктивные сферы (Workers World, 2002). Последняя тенденция хорошо иллюстрируется массивным притоком частных фондов, которые были направлены в конце 1990-х гг. в новые интернет-компании (Schultz, Zaman, 2001). Эти компании в целом не давали выручки, достаточной для того, чтобы оставаться в бизнесе, поскольку они растрачивали большие суммы денег на разработку излишних или непроизводительных товаров и услуг типа неиспользуемых чатов (Kimm, 2001), неэкономичных систем электронной коммерции как для предприятий, так и для индивидов (Anders, 2000), избыточных сетевых мощностей (Heinzl, 2001), несовместимых между собой технологий, тормозящих прогресс (Harris, 2000), а также изъятия информации относительно индивидуального пользования интернетом, что нарушает частную жизнь граждан (Clark, 2000). Публицист из журнала «Money Magazine» пришел к выводу о том, что «за последние два года американские компании растратили примерно 130 млрд долл. на ненужные технологии», причем значительная часть представляла собой осуществленные корпорациями закупки программного обеспечения, оставшегося неиспользованным (Futrelle, 2002). Похожие явления происходили в сфере телекоммуникаций в конце 1990-х гг., поскольку «капитальные расходы за последние несколько лет были ненормально высокими, что поощрялось инвестиционным сообществом, которое действовало вопреки экономическому образу мышления и здравому смыслу» (Rho, 2001).

### Управление инвестициями

После того как инвестиционное решение принято и профинансировано, проектом нужно управлять. Хороший финансовый менеджмент требует мониторинга проблем, осуществления корректировок плана из-за изменений в среде и обеспечения адекватного измерения хороших результатов, а также создания стимулов для их получения.

Часто предполагается, что эффективность мониторинга и изменения планов была ниже в Восточной Германии. В частности, поскольку в Восточной Германии ценообразование носило более статичный характер и было централизовано, случаи дефицита возникали чаще, чем в Западной Германии, где фирмы имели больше гибкости в решении проблем, связанных с отсутствием на складе нужной продукции. Такие корректировки могли осуществляться посредством маркетинговых манипуляций (McCarthy, 1975) и изменений цен, базирующихся на издержках (Erdmann, 1983). Однако издержки (равно как и непомерно высокие цены), которые подрывают или останавливают экономическую деятельность, существуют и в рыночной экономике (Carlton, 2004). Бурант (Burant, 1987) также упоминал проблемы, связанные с восточногерманской системой фиксированных цен, которые не могли быстро меняться в ответ на изменения в технологиях и стоимости факторов. В такой среде процветали продуктовые черные рынки, спекуляция, расточительность и задержки производственного процесса (порождавшиеся поломкой оборудования и нехваткой запчастей). Субсидии и корректировки трансфертного ценообразования зачастую оказывались слишком усложненными и негибкими, чтобы полностью решить эти проблемы (Melzer, 1983).

Однако существует мало свидетельств, показывающих, что дисбалансы между предложением и спросом в Восточной Германии порождали больше неэффективности, чем потенциально более тяжелые проблемы в Западной Германии. Более гибкая западногерманская система ценообразования создавала такие проблемы, как неопределенность продуктовых цен; дополнительные затраты времени на планирование в отношении неизвестного будущего; неправильно принятые решения из-за нехватки знания, касающегося будущих цен и общей экономической ситуации в целом; потери времени, связанные с обеспечением покупок по наилучшей цене; неудобства, связанные с финансовыми стимулами ждать следующей «специальной скидки» или купона; вводящие в заблуждение тактики маркетинга, создающие досадную дезинформацию и расхождения между ценой и рационально обоснованной ценностью (Furlough, Strikwerda, 1999). Особенно большое количество времени в условиях рыночной экономики терялось при переговорах относительно цены, которая могла сильно меняться в зависимости от навыков переговоривающихся сторон. Хотя некоторые западногерманские законы, ограничивающие размер скидок, уменьшали неэффективные затраты времени со стороны потребителей, подобные временные затраты все равно требовались для осуществления очень частых межфирменных сделок в целях максимизации шанса договориться в ходе переговоров относительно наилучшей возможной цены.

Берлинер (Berliner, 1957) упоминал о существовании на социалистических предприятиях проблем, связанных с тем, что управленцы обладали стимулами и возможностями осуществлять неофициальные сделки и фальсифицировать результаты (MacDonald, 1999a). Однако похожие проблемы существуют в западногерманских корпорациях (Brown, Weil, 2002) и, более того, они минимизируются на социалистических предприятиях благодаря адекватному аудиту и контролю, осуществляемому через межфирменные сопоставления (см., например, Steudtner et al., 1988). В действительности, таких проблем может быть гораздо больше в рыночных экономиках, которые способствуют большей децентрализации власти и обеспечивают больше стимулов к вовлечению в неэтичные виды

деятельности (Byrne, France, Zellner, 2002). Подходящий пример — случай с компанией Enron (Cruver, 2002). Этот случай похож на проблемы, возникающие в «рыночных» фирмах во всем мире. Тот факт, что частные компании сами определяют свои стандарты бухгалтерского учета, также приводит к большому недоверию к статистике (Weil, 2002). Хаффингтон (Huffington, 2003) утверждал, что завышение результатов, злоупотребления в сфере бухгалтерского учета и манипуляции результатами в целях максимизации личного богатства исполнительной власти корпораций просто свирепствуют в чисто рыночной среде.

Кроме того, организационные и человеческие проблемы, связанные с бюрократией, растратами и субъективными ошибками, существующие в социалистической системе, возможно, в такой же степени распространены в западных фирмах (Schwartz, 1990). В большинстве крупных компаний поощряются доносы (Gatto, 1992), а контроль со стороны инвесторов или совета директоров часто подвержен конфликтам интересов и нередко фактически отсутствует (Eichenwald, 2003).

Хотя коррупция и взяточничество могут сопровождать правительственные действия всех уровней, большинство таких случаев взяточничества инициируется имеющими влияние бизнесменами, подкупающими должностных лиц, представляющих страны третьего мира (Tanzi, 1998). Случай с фирмой Enron опять-таки является подходящим примером. Межфирменная коррупция может быть особенно дорогостоящей, учитывая, что взятки в отношениях между представителями бизнеса редко преследуются в судебном порядке, не всегда нелегальны, да и просто являются обычным делом даже в высокоразвитых (и якобы менее коррумпированных) странах как, например, США (Gerlin, 1995). Некоторые случаи взяточничества происходят в форме эксклюзивного размещения акций по низким ценам (при первоначальном публичном размещении акций), что создает возможность получения громадной и быстрой прибыли (Smith, 2002), а также инсайдерской информации относительно компаний. Последний аспект позволяет торговать акциями с прибылью (Wang, 2002). Вопиющие случаи вымогательства (включая случаи смертельной опасности в случае неудачи при осуществлении сделки) также встречаются даже среди самых крупных и престижных компаний (Simpson, 2000).

Возможно, коррупция гораздо больше распространена среди западногерманских компаний, действующих в странах третьего мира, в которых взяточничество (буквально переводится с немецкого слова «Schmiergeld» как «липкие деньги») исторически не только не запрещено законом, но также исключается из суммы, подлежащей налогообложению (Celarier, 1996). При этом «недостаток этических норм в отношениях среди немецких организаций» поощряет принятие даров в качестве рутины.

В Восточной и Западной Германии, если не считать небольших компаний (которые сталкивались с потенциально более серьезной проблемой общей нехватки управленческих навыков), существовала также проблема агентских отношений, проявлявшаяся в мотивировании не являвшихся собственниками менеджеров и рабочих по достижению организационных целей типа повышения эффективности (Jensen, 1986). Как на Востоке (Steudtner et al., 1988), так и на Западе (Perridon, Steiner, 1988, S. 344–367) Германии для измерения использовались похожие переменные. Например, в обеих странах оценивались достигнутые уровни фактической выручки и прибыльности, и в Восточной, равно как и в Западной Германии, особый акцент делался на снижение издержек (*Kostensenkungen*) и доходности инвестиций (*Rentabilität*). Вдобавок в обеих странах показатели результативности сравнивались с прошлыми результатами, с результатами конкурентов, а также с целевыми ориентирами. Превышение фактических результатов над ожидавшимися результатами часто вознаграждалось премиями и признанием, в то время как низкие результаты могли привести к понижению в должности.

В обеих странах существовали отчасти похожие проблемы, связанные с оплатой работы по результатам. В Восточной Германии способность вознаграждать менеджеров за хорошие результаты была ограничена идеологическими директивами, снижавшими степень различий в оплате (Hof, 1983). Более того, правила, обеспечивавшие гарантии занятости, запрещали увольнять менеджеров и рабочих за низкие результаты (Thuett, 1985). Однако похожие ограничения существовали в большинстве компаний Западной Германии, где рабочая сила (в том числе большая часть «белых воротничков») была охвачена профсоюзным движением.

Те системы стимулов, которые существуют в рыночных фирмах, обычно принимают денежную форму, которой можно манипулировать для достижения личных выгод в ущерб предприятию или обществу в целом (Schwartz, 1991). Например, в рыночной системе наемные работники часто имеют больше стимулов участвовать в «офисных войнах», чем выполнять производительную работу (Sherman, 1993), причем научные исследования указывают на то, что в странах с рыночной экономикой интеллектуальные способности «объясняют малую долю различий в заработной плате» (Liesman, 2000). Субъективность оценки качества труда на многих рабочих местах легко трансформируется в рыночные системы оплаты, порождающие плохо влияющие на производительность раздоры среди наемных работников (Szczesny, 2001) и различные типы дискриминации (Shirouzu, 2001). Рыночная система фактически «поддерживает» «задиристое» поведение со стороны некоторых наемных работников, которые не только мешают трудиться другим, но и неблагоприятным образом влияют на их частную жизнь (Farmer, 2004).

Вдобавок многие исследования указывают на то, что характерные для рыночной системы увольнения сами по себе могут плохо влиять на производительность, поскольку произвольное уменьшение размера рабочей силы обычно не избавляет предприятие от самых плохих работников. При этом оставшиеся рабочие обычно оказываются деморализованными из-за чрезмерной загруженности на работе, что приводит к проблемам, связанным с качеством продукции (Hilsenrath, 2001). В очередной раз хорошим примером влияния рынка на поведение и эффективность наемных работников оказывается случай с компанией Enron (в атмосфере которой доминировали офисные войны, жадность, страх, манипуляции и близорукость, граничившая с жульнической схемой финансовых пирамид) (Cruver, 2002). Хаффингтон (Huffington, 2003) зашел так далеко, что констатировал следующее: система рыночного стимулирования поощряет исполнительную власть корпораций расходовать больше половины своего времени на манипуляции бухгалтерской отчетностью и разрабатывать схемы мошенничества, вместо того, чтобы заниматься производством.

Более того, системы оплаты в рыночной экономике часто создают стимулы к осуществлению чрезвычайно непроизводительных видов трудовой деятельности. Например, коммивояжеры нередко имеют стимулы «проталкивать» ненужные и низкокачественные продукты с завышенной ценой, зачастую не имеющие положительной ценности для потребителя (Perall, Richards, Norman, 2002). Примером могут служить новые печи в условиях, когда существующие не вышли из строя (Sharigo, 1994).

В странах с рыночной экономикой высокооплачиваемые наемные работники с высшим образованием часто вынуждены тратить большое количество времени на реализацию рекламных продаж партий продуктов для клиентов, которые их не хотят (Cruver, 2002). Один немец, занимающийся высокими промышленными технологиями, прямо обобщил рыночную экономику следующей фразой «Жизнь – это продажа» (Orth, 1998).

Хотя существование в Западной Германии стимулирующих схем, предполагающих владение акциями, может теоретически способствовать усилению трудовой мотивации для приближения к обычной цели максимизации курса акций компании (Diamond, Verrechia, 1982), отнюдь не очевидно, что такая максимиза-

ция обеспечивает наибольшие значения ценности компании и ее эффективности. Например, авторы работы (DeFusco, Johnson, Zorn, 1990) обнаружили факты, свидетельствующие, что схемы, предоставляющие возможность приобретения акций, могут лишь дать стимулы по переводу богатства от держателей облигаций к акционерам и не приводят к какому-либо повышению эффективности фирмы. В то же время, Браун (Brown, 2002) отметил, что они побуждают менеджеров управлять массивными манипуляциями бухгалтерскими показателями и тем самым искажать восприятие ценности и поэтому рыночных цен. Кроме того, Ларкер (Larcker, 1983) обнаружил эмпирические свидетельства, подтверждающие, что стимулирующие схемы, предполагающие владение акциями, не более эффективны, чем другие долгосрочные стимулирующие схемы, направленные на увеличение курсов акций. Более того, зачастую до некоторой степени произвольная природа рыночной системы стимулирующей оплаты может породить расточительные фрикции, случаи соперничества, зависти, чувство неудовлетворенности и близорукое поведение. Все это в долгосрочном плане противоречит интересам как конкретной компании, так и общества в целом (Murphy, 1989).

Поскольку курсы акций не определяются инсайдерами, обладающими полной информацией, эти курсы часто ведут себя чрезвычайно иррационально (Kueeger, Kennedy, 1990). Они могут колебаться вокруг краткосрочных событий и игнорировать долгосрочные перспективы (см., например, De Bondt, Thaler, 1985; Jacobs, Levy, 1988), сильно отклоняться от подлинной ценности в течение значительных периодов времени, причем агенты этого не обнаруживают (Summers, 1986). Поэтому они могут передавать искаженные с точки зрения достижения результативности сигналы (Froot, Scharfstein, Stein, 1992). Поскольку такие искажения в курсах акций существуют в Германии, равно как и в США (Schierack, De Bondt, Weber, 1999), компенсации, основанные на таких ценах, могут привести к искаженной результативности наемных работников, например к акценту менеджеров на краткосрочные аспекты в ущерб долгосрочному благосостоянию компании (Fuller, 2002). Искажения велики в такой степени, что финансовые отчеты, бухгалтерские показатели, курсы акции могут подвергаться юридическим манипуляциям со стороны инсайдеров компании, манипуляциям, не создающим какой-либо экономической ценности (Gibbs, 2002). Эта возможность существует и реализуется уже давно (Smith, 1968). Даже если обычная цель максимизации ценности компании могла бы быть достигнута, такая максимизация для индивидуальной компании часто не совместима с максимизацией ценности для совокупности компаний (Eiteman, Stonehill, Moffett, 1998) и нередко плохо сказывается на благосостоянии общества. Например даже философ капитализма Адам Смит констатировал, что максимизирующие прибыль собственники предприятий часто естественным образом вовлекаются в «тайный сговор против общественности, или реализуют определенные планы по росту цен» (Strobel, Peterson, 1999). Даже когда принимаются законы, заставляющие предприятия действовать общественно полезным образом, руководство компаний обычно имеет эффективные способы нарушения (или обхождения) таких законов и при этом не подвергается судебным преследованиям. В то же время правонарушения наемных работников (в том числе и те, которые угрожают безопасности людей) могут наказываться, что часто и происходит (Carlton, 2000).

Независимо от того, в какой форме выплачиваются доходы наемных работников, в форме денег или в форме акций, следует также упомянуть, что поощрения и повышенные вознаграждения в странах с рыночной экономикой часто предназначаются для тех, кто наилучшим образом преуспевает в офисных войнax, а не тем, кто является самым производительным (Schwartz, 1990). Помимо того, что такая ситуация препятствует увеличению количества производительных работников и даже производительных идей (Вугон, 2004), она порождает неэффективную среду, в которой свирепствуют проблемы, связанные с общением. Эти проблемы проявляются в том, что менеджеры «не готовы признавать

ошибки или вести себя откровенно с наемными работниками», а также «относятся наивно к ментальности рабочей силы и организуют общение далеко не изощренным образом» (Sandberg, 2004).

То обстоятельство, что некое лицо может принадлежать к клубу (или клубам), может также быть очень важным фактором в определении величины оплаты и статуса занятости (Knight, 1983). В условиях рынка рабочие места сами по себе могут отнимать большое количество времени просто в процессе их получения (если они вообще могут быть получены), и обычно распределяются на основе физической привлекательности, умения продавать, самопродвижения и личных контактов, а не на базе квалификации и производительности. Те, кто гордятся своей интеллектуальностью, и не лгут относительно своих мотивов, в первую очередь исключаются при рассмотрении заявлений о приеме на работу (Gosselin, 2004). Например, как отмечено в работе (Vanscoy, 2000), «многие люди скажут вам, что они ходили в школу бизнеса только ради связей. Не только связи учеников таких школ с управляющими высшего звена и другими людьми в деловом мире, но и их связи с другими учениками, часто формируют основу для их карьеры. «Сеть громадна», — говорит Филип Андерсон, преподаватель в области управления предприятиями в Школе бизнеса Така при Дартмутском колледже. Я не могу сообщить вам, какая доля средств выплачивается за образование. Это все равно, что спросить, насколько важно дыхание для жизни».

В частности, в современной Германии существует широко распространенное мнение, согласно которому «никто никогда не уйдет вперед без связей» и «успех зависит от того, кем вы родились, а не от того, кем вы стали» (Hensel, 2004). Например, хотя западногерманская рыночная экономика, в некоторой степени, больше регулировалась, чем в других странах (например, США), есть мнение, что около 40% всех западных немцев получили свои рабочие места благодаря социальным связям, например, через родственников (Wegener, 1991). Этот показатель был значительно выше для должностей в частных компаниях, чем для рабочих мест в государственных учреждениях (Noll, 1985). Факты свидетельствуют, что западные немцы, использовавшие свои социальные связи для получения своей работы, получили более хорошие должности (Noll, 1984). После того как западный немец наконец-то получал работу, ее потеря (даже если она имела место из-за таких проблем, как банкротство или циклический спад в данной сфере бизнеса) служит в качестве пятна на его репутации, пятна, затрудняющего ему получение нового рабочего места.

Проведенный небольшой анализ экономической действительности с учетом исторических изменений в Германии показал, что экономическое поведение во многом формируется окружающей средой; а поведение экономических агентов, наоборот, влияет на окружающую среду. Экономическая теория должна «учиться» как можно больше у таких наук, как психология, социология, антропология, юриспруденция. Это нужно для того, чтобы лучше суметь объяснить почему люди ведут себя так, как они действуют в определенной экономической роли.

### Источники

- Adler F.* Work and Personality Development in the German Democratic Republic // *International Social Science Journal*. 1980. Vol. 32. P. 443–463.
- Ahn C.* The Effect of Temporal Risk Aversion on Optimal Consumption, the Equity Premium, and the Equilibrium Interest Rate // *Journal of Finance*. 1989. Vol. 44. P. 1411–1420.
- Anders J.* Yesterday's Darling // *Wall Street Journal*. 2000. 23 October.
- Apel H.* Wehen und Wunder der Zonenwirtschaft // *Wissenschaft und Politik*. Köln, 1966.
- Armstrong D.* Charles River Ventures Gets Over 1,000 Requests a Year, Looking for Money. How Does It Choose // *Wall Street Journal*. 2001. 15 October.
- Autorenkollektiv. *Geld und Kredit*. Berlin, 1988.
- Barber B., Odean T.* The Courage of Misguided Convictions // *Financial Analysts Journal*. 1999. Vol. 55. November–December. P. 41–55.

- Behr W.* Bundesrepublik Deutschland – Deutsche Demokratische Republik: Systemvergleich Politik – Wirtschaft – Gesellschaft. Stuttgart, 1985.
- Beja A., Goldman M.* On the Dynamic Behavior of Prices in Disequilibrium // *Journal of Finance*. 1980. Vol. 34. P. 235–247.
- Berliner J.* Factory and Manager in the USSR. Harvard: Cambridge, 1957.
- Binnig G.* The Creative Process // *Deutschland*. 2004. October/November. S. 46–47.
- Blume M., Mackinlay C., Terker B.* Order Imbalances and Stock Price Movements on October 19 and 20, 1987 // *Journal of Finance*. 1989. Vol. 44. P. 827–848.
- Bransten L.* Venture Capital Keeps on Flowing // *Wall Street Journal*. 2000. 1 November.
- Brown K.* Tweaking Results is Hardly a Sometime Thing // *Wall Street Journal*. 2002. 6 February.
- Browning E., Weil J.* Stocks Take a Beating as Accounting Worries Spread Beyond Enron // *Wall Street Journal*. 2002. 30 January.
- Burant S.* East Germany: A Country Study. Washington, 1987.
- Byrne J., France M., Zellner W.* The Environment Was Ripe for Abuse // *Business Week*. 2002. 25 February. P. 118–120.
- Byron C.* Testosterone, Inc. New York, 2004.
- Carlton J.* Harassment Still Exists on Pipeline, Study Finds // *Wall Street Journal*. 2000. 13 November.
- Carlton J.* Spreading Cement Shortages Delay Projects, Increase Prices // *Wall Street Journal*. 2004. 8 August.
- Celartier M.* Stealing the Family Silver // *Euromoney*. 1996. February. P. 62–66.
- Chan K., Chen N., Hsieh D.* An Exploratory Investigation of the Firm Size Effect // *Journal of Financial Economics*. 1985. Vol. 14. P. 451–471.
- Clark D.* You Have No Secrets // *Wall Street Journal*. 2000. 23 October.
- Cruver B.* Anatomy of Greed. New York, 2002.
- De Bondt W., Thaler R.* Does the Stock market Overreact? // *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. P. 793–805.
- DeFusco R., Johnson R., Zorn T.* The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders // *Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. P. 617–628.
- Diamond D., Verrecchia R.* Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices // *Journal of Finance*. 1982. Vol. 37. P. 275–287.
- DIW (Deutsches Institut fuer Wirtschaftsforschung).* «Das Kaufkraftverhaeltnis zwischen DMark und Mark der DDR 1983 // *Wochenbericht*. 1984. N 17. S. 193–201.
- Dubosfsky D., Groth J.* Relative Information Accessibility for OTC Stocks and Security Returns // *Financial Review*. 1986. N 21. P. 85–102.
- Edwards J., Nibler M.* Corporate Governance: Banks versus Ownership Concentration in Germany // *Economic Policy*. 2000. October. P. 238–267.
- Eichenwald K.* Boards Blamed in Corporate Scandals // *Oakland Press*. 2003. 21 September.
- Eiteman D., Stonehill A., Moffett M.* Multinational Business Finance (Eighth Edition). Reading, 1998.
- Erdmann K.* Wirtschaftliche Rechnungsfuehrung im Kombinat Betriebswirtschaftliche Aspekte und Konsequenzen // *Das Wirtschaftssystem der DDR*. Stuttgart, 1983. S. 121–153.
- Farmer A.* Workplace Bullying Affects the Whole Company // *Oakland Press*. 2004. 19 September.
- Filmer W.* Oberlausitzer Begegnungen // *Alltag im anderen Deutschland* (Ed. by W. Filmer and H. Schwan). Duesseldorf, 1985.
- Frink H.* Women After Communism. Lanham, 2001.
- Froot K., Scharfstein D., Stein J.* Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market With Short-Term Speculation // *Journal of Finance*. 1992. Vol. 47. P. 1461–1484.
- Fuller J.* Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game // *Journal of Applied Corporate Finance*. 2002. Winter. N 14. P. 41–46.
- Furlough E., Strikwerda C.* Consumers against Capitalism. Lanham, 1999.
- Futrelle D.* No Bottom in Sight // *Money*. 2002. July. P. 31–34.
- Gasparing C.* Salomon Agrees to Settle Stock-Hype Case // *Wall Street Journal*. 2002. 24 September.
- Gatto J.* Dumbing. Philadelphia, 1992.
- Gerlin A.* How a Penney Buyer Made up to \$1.5 Million on Vendors' Kickbacks // *Wall Street Journal*. 1995. 7 February.
- Gibbs L.* Are Earnings Meaningless? // *Money*. 2002. October. P. 37–40.
- Goldfeld S., Quandt R.* Budget Constraints, Bailouts, and the Firm under Central Planning // *Journal of Comparative Economics*. 1988. Vol. 12. P. 502–520.
- Gosselin G.* There's Lots to Learn From 'Apprentice' // *Oakland Press*. 2004. 17 April.
- Granick D.* Management of the Industrial Firm in the USSR. Westport, 1974.
- Haller A., Stoll H.* Market Structure and Transaction Costs // *Journal of Finance*. 1989. Vol. 44. P. 697–708.
- Harmssen G.* Am Abend der Demontage. Bremen, 1951.
- Harris N.* The Standard Problem // *Wall Street Journal*. 2000. 11 December.
- Haugen R.* The New Finance. Prentice Hall, 1999.
- Heinzl M.* PMC to Launch High-Speed Chips in Uncertain Market // *Wall Street Journal*. 2001. 30 April.
- Hensel J.* After the Wall. New York, 2004.
- Hensley S.* Bristol-Myers Says R&D is Paying Off; Company Offers No Update on Vanlev // *Wall Street Journal*. 2001. 8 November.

- Herman E.* Corporate Control, Corporate Power. Cambridge, 1981.
- Hilsenrath J.* Many Say Layoffs Hurt Companies More than They Help // Wall Street Journal. 2001. 21 February.
- Hof H.* Motivationale Probleme der intensiven Nutzung des Arbeitskräftepotentials // Das Wirtschaftssystem der DDR. Stuttgart, 1983. S. 103–119.
- Hudson J.* The Impact of the New Bankruptcy Code Upon the Average Liability of Bankrupt Firms // Journal of Banking and Finance. 1992. Vol. 16. P. 351–371.
- Huffington A.* Pigs at the Trough. New York, 2003.
- IMF. World Economic Outlook. Washington. 1996. October.
- Jacobs B., Levy K.* Disentangling Equity Return Regularities: New Insights and Investment Opportunities // Financial Analysts Journal. 1988. Vol. 44. May/June. P. 18–44.
- Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. P. 323–329.
- Kimm Q.* People Like Us // Wall Street Journal. 2001. 12 February.
- Klamer A.* Conversations with Economists. Savage, 1983.
- Kleinschmidt, E., Cooper R.* The Relative Importance of new Product Success Determinants—Perception Versus Reality // R&D Management. 1995. N 25. P. 281–298.
- Knauer R.* Die Investitionspolitik der DDR // Das Wirtschaftssystem der DDR. Stuttgart. 1983. S. 331–344.
- Knight S.* The Brotherhood. London, 1983.
- Krueger T., Kennedy W.* An Examination of the Super Bowl Stock Market Predictor // Journal of Finance. 1990. Vol. 45. P. 691–698.
- Larcker D.* The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment // Journal of Accounting and Economics. 1990. N 5.
- Liesman S.* Two U.S. Economists Win Nobel Prize // Wall Street Journal. 2000. 12 October.
- MacDonald E.* SEC to Boost Accounting-Fraud Attack, Work More With Criminal Prosecutors // Wall Street Journal. 1999a. 8 December.
- MacDonald E.* Libel Suits Pose a Risk for Analysts // Wall Street Journal. 1999b. 29 December.
- Markon J.* U.S. Charges Brokerage Firms Bilked Clients // Wall Street Journal. 2001. 9 March.
- Matz A.* Plankosten, Deckungsbeiträge und Budgets. Wiesbaden, 1975.
- Melzer M.* Wandlungen im Preissystem der DDR // Das Wirtschaftssystem der DDR. Stuttgart, 1983. S. 51–73.
- Melzer M., Stahnke A.* The GDR Faces the Economic Dilemmas of the 1980s: Caught Between the Need for New Methods and Restricted Options // East European Economics: Slow Growth in the 1980s (submitted to the Joint Economic Committee of the Congress of the United States). Washington, 1986. P. 131–221.
- Merkel W., Wahl S.* Das geplünderte Deutschland. Bonn, 1991.
- Miller S.* Volkswagen to Give More Weight to Return-on-Investment Measure // Wall Street Journal. 2002. 28 January.
- Murphy A.* Analyzing SubClasses of General Motors Common Stock // Financial Management. 1989. Spring. N 18. P. 64–71.
- Murphy A.* Scientific Investment Analysis. Westport, 2000.
- Myers S.* Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5. P. 147–175.
- Myers S., Majluf N.* Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. P. 187–221.
- Noll H.* Erwerbstätigkeit und Qualität des Arbeitslebens // Lebensqualität in der Bundesrepublik / Ed. by W. Glatzer and W. Zapf. Darmstadt, 1984. S. 97–123.
- Noll H.* Arbeitsplatzsuche und Stellenfindung // Mobilitätsprozesse auf dem Arbeitsmarkt / Ed. by H. Knepel, R. Hujert. Frankfurt. 1985. S. 275–303.
- O'Bar W., Conley J.* Managing Relationships: The Culture of Institutional Investing // Financial Analysts Journal. 1992. September/October. P. 21–27.
- Oppenheimer H.* A Test of Ben Graham' Stock Selection Criteria // Financial Analysts Journal. 1984. Vol. 40. September/October. P. 68–74.
- Orth M.* Neuer Markt // Deutschland. 1998. August. S. 40–43.
- Pasztor A., Karp J.* Northrop Papers Indicate Coverup // Wall Street Journal. 2004. 19 April.
- Pepall L., Richards D., Norman G.* Industrial Organization: Contemporary Theory and Practice. Cincinnati, 2002.
- Perridon L., Steiner M.* Finanzwirtschaft der Unternehmung. München, 1988.
- Polaschewski E.* «on the Inter-Relation Between Large and Small Enterprises in a Socialist Economy: The Case of the GDR // Innovation and Management: International Comparisons / Ed. by K. Urabe, J. Child, and T. Kagono. Berlin, 1988. P. 243–252.
- Reiss S.* Natural Inspiration // Technology Review. 2004. September. P. 76–80.
- Rho G.* Telecommunications Equipment Industry // Value Line Investment Survey. 2001. 6 April.
- Rhoads C.* Holzman's Collapse, Blamed on Past 'Crimes,' Raises Questions About Firms's Current Regime // Wall Street Journal. 1999. 21 December.
- Ruffenach G.* Confessions of a Scam Artist // Wall Street Journal. 2004. 9 August.

- Sandberg J.* Bosses Often Sugarcoat Their Worst News, But Staffers Don't Bite // Wall Street Journal. 2004. 21 April.
- Schiereck D., De Bondt W., Weber M.* Contrarian and Momentum Strategies in Germany // Financial Analysts Journal. 1999. Vol. 55. November/December. P. 104–116.
- Schill M., Zhou C.* Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet Subsidiary Carve-outs // Financial Management. 2001. Autumn. P. 5–33.
- Schultz P., Zaman M.* Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They are Overvalued? // Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 59. P. 347–381.
- Schwartz H.* Narcissistic Process and Corporate Decay. New York, 1990.
- Schwarzer O.* Sozialistische Planwirtschaft in der SBZ/DDR. Stuttgart, 1999.
- Serwer A.* Rotten Numbers // Fortune. 2002. 18 February. P. 75–78.
- Shapiro E.* When Temperatures Drop, Furnace Scams Heat Up // Detroit Free Press. 1993. 25 April.
- Sherman B.* Career Management Requires a Touch of Politics // Detroit Free Press. 1993. 25 April.
- Shirouzu N.* Nine Ford Workers File Bias Suit Saying Ratings Curb Older Staff // Wall Street Journal. 2001. 15 February.
- Simpson G.* Cisco and Ex-Customers Engage in Seamy Dispute // Wall Street Journal. 2000. 27 April.
- Smith A.* The Money Game. New York, 1968.
- Smith R., Schroeder M.* Stock-Fraud Case Alleges Organized-Crime Tie // Wall Street Journal. 2000. 15 June.
- Smith R.* Goldman Gave Hot IPO Shares to Top Executives of its Clients // Wall Street Journal. 2002. 5 October.
- Spinney L.* Why We Do What We Do // NewScientist. 2004. 31 July. P. 32–35.
- Stanovich K.* The Robot's Rebellion. Chicago, 2004.
- Stern R., Fritz M.* Where Were the Cops? // Forbes. 1987. 6 April. P. 60–62.
- Stuedtner H., Hempel G., Ulrich M., Ebert G.* Betriebsökonomik Binnenhandel. Berlin, 1988.
- Stiglitz J.* Globalization and its Discontents. New York, 2002.
- Stoll H., Whaley R.* Transaction Costs and the Small Firm Effect // Journal of Financial Economics. 1983. Vol. 11. P. 57–80.
- Stolper W.* The Structure of the East German Economy. Cambridge, 1960.
- Stopa M.* Banking Bill Won't Show its Effect Right Away, Experts Say // Oakland Press. 1999. 19 November.
- Summers L.* Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Value? // Journal of Finance. 1986. Vol. 41. P. 591–601.
- Szczytny J.* Micromanagement Was Jacques Nasser's Undoing at Ford Motor // Oakland Press. 2001. 4 November.
- Taga L.* Managerial Objectives and Equilibrium Output in the Socialist Firm: A Comment // Journal of Comparative Economics. 1984. Vol. 8. P. 328–332.
- Tanzi V.* Corruption Around the World: Causes, Consequences, Scopes, and Cures // IMF Staff Papers. 1998. N 45. P. 559–594.
- Thuet P.* Von der Schwierigkeit, ein Proletarier zu sein // Alltag im anderen Deutschland / Ed. by W. Filmer and H. Schwan. Düsseldorf, 1985. S. 249–258.
- Vanscoy K.* Unconventional Wisdom // SMARTBUSINESSMAG.COM. 2000. October. P. 78–88.
- Wang T.* The Economic Gang. Sublimity, 2002.
- Weber H.* Die DDR 1945–1986. München, 1988.
- Wegener B.* Job Mobility and Social Ties: Social Resources, Prior Job, and Status Attainment // American Sociological Review. 1991. Vol. 56. P. 60–71.
- Whitney G.* Big Frankfurt Banks Concentrate Power // Wall Street Journal. 1991. 12 May.
- Wilson G.* Bill Gates & the Microsoft Monopoly // Workers World. 1998. 4 June.
- Wilson R.* Professors of the New Economy // Chronicle of Higher Education. 2000. 20 October.
- Workers World.* «Marx & Tyco». 2002. 13 June.
- Zarowin P.* ShortRun Market Overreaction: Size and Seasonality Effects // Journal of Portfolio Management. 1989. N 15. Spring. P. 26–29.