

# ИСТОРИЯ БИЗНЕСА

*Н. П. Дроздова, И. Г. Кормилицына*

## **ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВА И ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА: ОПЫТ РОССИИ КОНЦА XIX — НАЧАЛА XX В.**

В статье\* проведена оценка влияния экономической политики государства на формирование инвестиционного климата России в конце XIX — начале XX в. Внимание сконцентрировано на таких мерах, как стимулирование экономического роста путем развития промышленности, укрепление финансов, развитие транспортной инфраструктуры, укрепление денежной системы и стабилизация курса рубля, а также протекционистская таможенная политика. На основе сравнительного анализа современных методик оценки инвестиционного климата авторами выявлены наиболее значимые факторы и показатели оценки инвестиционного климата страны, которые затем были адаптированы для решения поставленной задачи с учетом специфики исследуемого периода. Сформулированы гипотезы относительно влияния экономической политики, проводившейся в 1885–1913 гг., на инвестиционный климат в России. Гипотезы тестировались на основе эконометрического анализа с использованием линейной многофакторной регрессионной модели. Результаты регрессионного анализа были интерпретированы с учетом реалий исследуемого периода. Авторы пришли к выводу о том, что экономическая политика, проводившаяся в этот период, была достаточно эффективной и способствовала формированию сравнительно благоприятного инвестиционного климата.

*Ключевые слова:* инвестиционный климат, инвестиционная активность, экономическая политика, экономический рост, экономическая история России.

---

\* Авторы искренне благодарны д-ру экон. наук, профессору ВШМ СПбГУ Н. В. Раскову за полезные комментарии, канд. экон. наук, PhD, старшему преподавателю ВШМ СПбГУ Ф. В. Исхакову за консультации по вопросам эконометрики. Особую признательность выражаем канд. физ.-мат. наук, доценту ВШМ СПбГУ И. В. Березинцу за содержательные комментарии и ценные советы.

© Н. П. Дроздова, И. Г. Кормилицына, 2010

## ВВЕДЕНИЕ

Экономическое развитие страны во многом определяется состоянием инвестиционного климата. Формирование благоприятного инвестиционного климата является важной задачей для создания необходимых предпосылок эффективного функционирования экономики. В связи с этим в современной экономической литературе и практической деятельности большое внимание уделяется вопросам создания благоприятного инвестиционного климата и построению методик его оценки.

Практически во всех работах признается важная роль государства в создании благоприятного инвестиционного климата [Андронов, Шущарин, 2000, с. 23; Катькало, Панибратов, 2006, с. 56; Ясин и др., 2006, с. 3; Shiells, 2003, p. 6]. Авторы «Доклада о мировом развитии 2005 года. Как сделать инвестиционный климат благоприятным для всех», подготовленного Всемирным банком, считают, что «политика и практические мероприятия государства играют ключевую роль в формировании инвестиционного климата», поэтому «для правительств на всех уровнях управления основным приоритетом должно являться совершенствование инвестиционного климата в обществе» [Доклад о мировом развитии..., 2005, с. 1, 19–20]. Инвестиционный климат в значительной степени определяется экономической политикой государства как совокупностью мер организационного и экономического воздействия органов управления, направленных на создание оптимальных условий для капиталовложений. «Инвестиционный климат предполагает, что фирмы оценивают возможности инвестиций, связанную с этим политику и практическую деятельность правительства как элементы одного пакета» [Доклад о мировом развитии..., 2005, с. 2].

В современной России вопросу формирования благоприятного инвестиционного климата уделяется серьезное внимание. Так, в дополнение к основанному в 1999 г. Национальному инвестиционному совету, в задачу которого, в числе других, входит улучшение инвестиционного климата, создан Национальный совет по развитию инвестиционного климата [Национальный совет...].<sup>1</sup> В феврале 2010 г. определены «Основные меры по

---

<sup>1</sup> Миссия Национального совета по развитию инвестиционного климата заключается в том, чтобы способствовать развитию эффективной рыночной экономики в России, соблюдению интересов представителей бизнеса и повышению качества жизни россиян путем улучшения инвестиционного климата в стране [Национальный совет...].

улучшению инвестиционного климата в Российской Федерации» [Инвестиционный климат Российской Федерации, 2010].

Вместе с тем следует отметить, что проблема создания благоприятной среды для инвестиций была чрезвычайно актуальной и в прошлом. В частности, она стояла очень остро на повестке дня в России в конце XIX — начале XX в. Изучение исторического опыта воздействия политики государства на состояние инвестиционного климата представляет интерес как с точки зрения экономической истории, так и в практическом плане, поскольку позволяет проследить эффективность воздействия тех или иных инструментов экономической политики на принятие инвестиционных решений. Конечно, деловая среда и характеристики бизнеса существенно изменились по сравнению с рубежом XIX–XX вв., но, как представляется, предпринимательская мотивация и человеческая природа эволюционировали не столь радикально.

Целью данной работы является оценка влияния экономической политики государства на инвестиционный климат в России в конце XIX — начале XX в., а именно — в период с 1885 по 1913 г. На основе сравнительного анализа современных методик оценки инвестиционного климата были выявлены наиболее значимые факторы и показатели оценки инвестиционного климата страны, которые затем были адаптированы для достижения поставленной цели с учетом специфики исследуемого периода. Были сформулированы гипотезы относительно влияния экономической политики, проводившейся в 1885–1913 гг., на инвестиционный климат в России, которые тестировались на основе эконометрического анализа. Результаты регрессионного анализа были интерпретированы с учетом реалий исследуемого периода. Авторы пришли к выводу о том, что экономическая политика, проводившаяся в этот период, была достаточно эффективной и способствовала формированию сравнительно благоприятного инвестиционного климата.

#### ПОНЯТИЕ «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ» И МЕТОДИКИ ЕГО ОЦЕНКИ

В настоящее время не существует общепринятого подхода к понятию «инвестиционный климат».<sup>2</sup> Чаще всего этот феномен вообще не определяется, а рассматривается как совокупность ряда показателей, которые вводятся по принципу *ad hoc* с позиций здравого смысла. Встречающиеся определения весьма различаются. В данной работе под инвестиционным климатом

---

<sup>2</sup> Заметим, что наряду с термином «инвестиционный климат» в литературе в качестве синонимов используются также термины «деловой климат» (*business climate*) [Ясин и др., 2006, с. 5], «инвестиционная среда» (*investment environment*), «бизнес-среда» (*business environment*).

будем понимать «набор факторов, характерных для данной территории, которые формируют возможности и стимулы для фирм продуктивно инвестировать, создавать новые рабочие места и расширять масштабы деятельности» [Smith, Hallward-Driemeier, 2005, p. 40]. Кроме того, принимается во внимание толкование данного феномена в словаре финансовых терминов Вебстера: «Инвестиционный климат — это общий образ мыслей (mindset) инвесторов» [Etzel, 2003].

Исследования по оценке инвестиционного климата стран мира имеют сравнительно недавнюю историю. Разработки методик ведутся с середины 60-х гг. XX в. Одним из первых в этой области было исследование, проведенное сотрудниками Гарвардской школы бизнеса [Stobaugh, 1969]. В настоящее время к числу наиболее известных западных методик оценки инвестиционного климата относятся рейтинги Business Environment Risk Intelligence (BERI), Euromoney, Fitch IBCA, Moody's Investors Services, Political Risk Services: International Country Risk Guide (ICRG) и др. Эти методики имеют много общего с точки зрения логики, а также факторов, учитываемых в анализе. Итоговый рейтинг страны отражает совокупность экономических, политических, социальных правовых, институциональных и других условий, определяющих целесообразность и привлекательность инвестирования в экономику страны.

Среди работ, посвященных инвестиционному климату, следует особо выделить изыскания Всемирного банка (World Bank Group). Исследованиями в области инвестиционного климата в составе Группы Всемирного банка занимается Отдел по инвестиционному климату в частном секторе (Private Sector Investment Climate Unit), который раз в 3–5 лет проводит оценку инвестиционного климата. Главный фокус при этом — микроэкономические и структурные показатели бизнес-среды, которые рассматриваются в международной перспективе. Большой резонанс имеют исследования Всемирного банка в рамках проекта Doing Business.

Российские исследователи сосредоточены преимущественно на региональных аспектах инвестиционного климата. Наиболее заметный вклад в рассмотрение этих вопросов внесли российское консалтинговое агентство «Эксперт-РА» [Информация и методы] и Совет по изучению производительных сил Минэкономразвития РФ и РАН.

В рамках данного исследования был проведен сравнительный анализ различных методик с точки зрения: 1) сфер влияния, которые принимаются во внимание в той или иной методике при оценке инвестиционного климата страны; 2) наиболее значимых факторов влияния в рамках данной сферы; 3) дескрипторов, т. е. конкретных показателей, с помощью которых можно количественно оценить влияние того или иного фактора. Результаты анализа сгруппированы в Приложении 1, из которого видно, что эксперты

во многом солидарны. Однако единого набора сфер, факторов и показателей все-таки не существует.

К основным сферам, влияющим на инвестиционный климат, чаще всего относят экономическую, политическую и социальную. В меньшей степени уделяется внимание правовой сфере, еще меньше — сферам инфраструктуры и частного сектора. Факторы и показатели, которые специфицируются в рамках каждой сферы, также весьма различны. Большинство методик в процессе оценки инвестиционного климата принимают во внимание экономический рост и финансовую устойчивость страны. Оценка экономического роста проводится с использованием общепринятых макропоказателей, таких как ВВП, ВНП, темпы роста ВВП и ВНП, ВВП и ВНП на душу населения, уровень безработицы и др.

При оценке финансовой устойчивости, характеризующей способность страны своевременно выполнять денежные обязательства, используются различные показатели. Как правило, за основу принимаются относительные величины, характеризующие соотношение таких макроэкономических показателей, как импорт, экспорт, баланс счета текущих операций, государственный долг, процентные платежи по государственному долгу, государственные доходы, величина золотовалютных резервов, ВВП и некоторых других (например, отношение государственного долга к государственным доходам, отношение государственного долга к ВВП, отношение импорта к ВВП, отношение счета текущих операций к экспорту и т. п.). Основная задача «заключается в том, чтобы определить, каков объем долга (и насколько „терпим“ уровень задолженности), и оценить способность государства мобилизовать ресурсы...» [Sovereign Bond Rating..., 2008, p. 2].

#### **ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА РОССИИ КОНЦА XIX — НАЧАЛА XX В.: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА**

В данном исследовании рассматривается период с 1885 по 1913 г. В середине 80-х гг. XIX в. Россия вступила в стадию ранней индустриализации. Примерно с 1885–1887 гг. начинается полоса капитальной реконструкции российской промышленности. Анализу экономической политики и экономического развития России в конце XIX — начале XX в., в том числе деятельности С. Ю. Витте на посту министра финансов, посвящено огромное количество работ отечественных и зарубежных авторов (см., напр.: [Ананьич, 1970; Ананьич, Ганелин, 1999; Бовыкин, 2003; Гершенкрон, 2004; Грегори, 2003; Дроздова, 1996; 1998; Кафенгауз, 1994; Лебедев, 2002; Первушин, 1925; Расков, 2000; Степанов, 1998; Gerschenkron, 1966; Goldsmith, 1961; Gregory, 1972; 1982; 1991; Gregory, Sailors, 1976; Laue, 1963; Maddison, 1969]). Отличиями настоящей статьи являются, во-первых, ее акцент на «инвестиционном климате», что до настоящего времени не служило объектом самостоятель-

ного рассмотрения, и, во-вторых, использование эконометрических моделей для анализа фактических данных.

Поскольку целью работы является оценка роли государства в формировании инвестиционного климата, опишем кратко основные меры проводившейся экономической политики. Традиционно успех в развитии России в конце XIX — начала XX в. связывают с политикой С. Ю. Витте, занимавшего пост министра финансов с 1892 по 1903 г. и пост председателя Совета министров с 24 октября 1905 г. по 14 апреля 1906 г. Действительно, Витте удалось сформулировать целостную программу экономического развития России, получившую в литературе название «система Витте». В числе мер по достижению национально-экономической независимости России предусматривались: укрепление национальной государственности, усиление роли государства в экономике, развитие производительных сил (в первую очередь промышленности и транспорта), укрепление финансов, проведение денежной реформы и переход к золотому монометаллизму, а также продолжение политики протекционизма (см.: [Секретный доклад..., 2006]). Можно сказать, что в основе экономической политики в период пребывания Витте на посту министра финансов лежали импортзамещение и концепция «большого толчка».

Вместе с тем следует отметить, что основы данной политики были заложены еще Н. Х. Бунге, который возглавлял Министерство финансов в 1881–1886 гг. Именно он в 1885 г. провел налоговую реформу,<sup>3</sup> с 1881 г. начал готовить реформу денежной системы и переход к золотому рублю, принял ряд мер по оздоровлению государственного бюджета, кредитных учреждений, проводил политику протекционизма, а также строительства железных дорог. Политику Бунге продолжил сменивший его на посту министра финансов И. А. Вышнеградский, который на первое место выдвигал цели бюджетно-финансового благополучия.

Можно со всей определенностью утверждать, что Витте продолжал политику своих предшественников. Этой точки зрения придерживаются известные специалисты — В. Л. Степанов, Х. Баркай, П. Грегори, Т. фон Лауэ [Степанов, 1998; Barkai, 1973; Gregory, Sailors, 1976; Laue, 1963]. Гершенкрон говорит о «великом успехе политики, проводимой при Вышнеградском и Витте» [Гершенкрон, 2004, с. 437]. Сам Витте в секретном докладе Николаю II писал: «...я, вступая в управление Министерством финансов в 1892 году, считал своею обязанностью прежде всего выяснить себе основания торгово-промышленной политики моих предшественников и приложить все силы к тому, чтобы продолжить или закончить то, что было

---

<sup>3</sup> О налоговой реформе Н. Х. Бунге и ее влиянии на российские финансы см.: [Кованько, 1901; Степанов, 1998; Судейкин, 1895].

ими начато или в свою очередь унаследовано ими от их предшественников. Необходимость такой преемственности и последовательности казалась мне настолько первостепенной, что я перед нею преклонил свои личные взгляды... Из всех торгово-промышленных систем самая вредная — неустойчивая, колеблющаяся» [Секретный доклад..., 2006, с. 179].

Что касается политики преемников Витте на посту министра финансов, то здесь мнения исследователей расходятся. Так, Лауэ считал, что с уходом Витте политика была прервана, но не менее авторитетные исследователи экономики дореволюционной России О. Крисп и П. Грегори с ним не согласны. По их мнению, фактически эта политика продолжалась почти до 1914 г. [Crisp, 1964; Gregory, Sailors, 1976].

Базируясь на этих оценках, в данном исследовании период с 1885 по 1913 г. рассматривается как целостный с точки зрения проводимой политики, а следовательно, и ее воздействия на инвестиционный климат.

#### **ФОРМУЛИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Согласно поставленной цели, в настоящем исследовании внимание сконцентрировано на тех сферах, факторах и показателях, которые испытывали на себе воздействие основных мер экономической политики, проводившейся в России в 1885–1913 гг. Среди этих мер были выделены: 1) стимулирование экономического роста путем развития промышленности; 2) укрепление финансов; 3) развитие транспортной инфраструктуры путем строительства железных дорог; 4) укрепление денежной системы и стабилизация курса рубля; а также 5) протекционистская таможенная политика. В идеале все эти меры должны были способствовать формированию благоприятного инвестиционного климата и увеличению предпринимательской активности. Задача данной статьи — оценить эффективность названных мер с точки зрения их влияния на инвестиционный климат.

У. Ростоу считал, что в конце XIX — начале XX в. Россия вступила в *стадию взлета*, когда рост становится самоподдерживаемым процессом. Согласно расчетам Грегори, темпы роста в 1885–1913 гг. составляли 3,25% в год, а на душу населения — 1,75% в год [Gregory, 1982, p. 192]. Сравнение с передовыми странами мира того времени показывает, что Россия была одной из быстро развивавшихся стран, подобно США, Японии, Швеции. Темпы роста промышленности были значительно выше средних по народному хозяйству и за годы промышленного подъема (1885–1913 гг.) составили 5,72%, причем в 1890-е гг. — 8,03%. За этот же период среднегодовые темпы роста промышленного производства в США составили 5,26%, Великобритании — 2,11, Германии — 4,49, Швеции — 6,17% [Gerschenkron, 1947, p. 156]. Таким образом, на рубеже XIX–XX вв. Россия вышла на одно из первых мест в мире по темпам промышленного развития. Поскольку, по мнению

всех исследователей, экономический рост, являясь индикатором стабильности экономики и способности страны к амортизации шоков, позитивно влияет на инвестиционный климат, первая гипотеза была сформулирована следующим образом:

*Н1. Экономический рост положительно влиял на состояние инвестиционного климата России в 1885–1913 гг.*

Финансовая устойчивость экономики страны является важнейшим фактором, формирующим инвестиционный климат. Международные рейтинговые агентства, такие как Standard & Poor's, Moody's, Fitch, уделяют большое внимание анализу финансовой устойчивости. Ухудшение финансовой устойчивости государства всеми современными экспертами расценивается как серьезный негативный фактор для инвестиционного климата.

Задача повышения финансовой устойчивости была очень актуальной в период с 1885 по 1913 г. Министр финансов Бунге уделял большое внимание оздоровлению государственного бюджета. С этой целью осуществлялась политика, нацеленная на уменьшение расходов и повышение доходов, для чего в 1885 г. была проведена налоговая реформа. В период министерства Вышнеградского удалось ликвидировать дефициты государственного бюджета, провести конверсии высокопроцентных русских золотых займов, превратив их в 4%-е, что значительно облегчило бремя выплат по государственному долгу. Витте возобновил конверсии и почти полностью преобразовал государственные займы в 4%-е, а также унифицировал большую часть внутреннего долга в тип государственной 4%-й ренты. Достижение бездефицитного бюджета стало одной из центральных задач Витте и его преемников. Для увеличения доходов в 1894 г. была введена винная монополия. С 1899 г. обыкновенный бюджет сводился с превышением доходов над расходами, а долг аккуратно обслуживался. Исходя из изложенного, можно сформулировать вторую гипотезу:

*Н2. Повышение финансовой устойчивости положительно влияло на состояние инвестиционного климата России в 1885–1913 гг.*

Ведущие рейтинговые агентства (Fitch, ICRG, Euromoney) при оценке инвестиционного климата рекомендуют принимать во внимание фактор стабильности национальной валюты, поэтому с точки зрения создания привлекательного инвестиционного климата обеспечение стабильности национальной валюты является одной из важнейших задач монетарной политики государства.

В рассматриваемый период стабилизация рубля находилась в центре внимания российского правительства. В 1881 г. был прекращен выпуск



кредитных билетов, покрытие дефицита государственного бюджета осуществлялось посредством внутренних и внешних займов. Эти и ряд других мер позволили стабилизировать курс рубля. Наконец, реформа денежного обращения 1895–1897 гг., в ходе которой Россия присоединилась к решениям Парижской конференции 1867 г. и ввела золотомонетный стандарт, окончательно упрочила положение рубля. Жесткое эмиссионное право Госбанка (выпуск кредитных билетов на 600 млн руб. должен был обеспечиваться золотом на 1/2, а сверх того — полностью), огромный золотой запас (в 1897–1900 гг. все находившиеся в обращении кредитные билеты были обеспечены золотом на 100%) при свободном размене кредитных билетов на золотую монету придавали рублю особую стабильность. Таким образом, была выдвинута третья гипотеза:

*Н3. Стабилизация рубля положительно влияла на состояние инвестиционного климата в 1885–1913 гг.*

Общепризнано, что таможенно-тарифная политика должна создавать стимулы и условия для привлечения капитала в производство. В 1885–1913 гг. в России проводилась протекционистская политика, направленная на индустриализацию страны. Витте неоднократно подчеркивал, что покровительственный таможенный тариф 1891 г. составляет исходное основание торгово-промышленной системы (см., напр.: [Секретный доклад..., 2006, с. 180, 194]). Протекционистская система должна была способствовать созданию собственной национальной промышленности и, как следствие, экономической и политической самостоятельности России [Секретный доклад..., 2006, с. 181, 194]. В 1890-е гг., когда промышленное развитие стало главной целью экономической политики, Витте прямо формулирует новые приоритеты: «Насажение и развитие... при помощи покровительственной политики своей собственной обрабатывающей промышленности и возможное ускорение этого процесса за счет капиталов стран, экономически ее опередивших. Цель покровительственной политики — не допускать притока благ потребительных... а привлечь производительные капиталы представлением им преимущественных выгод» [Витте, 1997, с. 130]. В этой связи была сформулирована четвертая гипотеза:

*Н4. Политика протекционизма положительно влияла на состояние инвестиционного климата в 1885–1913 гг.*

Улучшение транспортной инфраструктуры многими современными экспертами трактуется как серьезная мера по улучшению инвестиционного климата. Вопрос развития транспортной инфраструктуры был весьма актуален и в рассматриваемый исторический период, когда российское правительство пошло по пути наращивания сети железных дорог. «Усиленная

постройка железных дорог объясняется нашей экономической политикой, стремлением перевести Россию из стадии натурального хозяйства в денежную, затем политикой развития у нас промышленности, а развивающаяся промышленность непременно требует хорошего оборудования страны железнодорожной сетью: железная дорога открывает рынки продуктам промышленности», — писал видный представитель финансовой науки того времени И. Х. Озеров [Озеров, 1908, с. 139]. Последняя из выдвигаемых гипотез формулируется следующим образом:

*Н5. Улучшение транспортной инфраструктуры положительно влияло на состояние инвестиционного климата в 1885–1913 гг.*

Тестирование сформулированных гипотез о влиянии экономической политики, проводившейся в 1885–1913 гг., на инвестиционный климат проводилось с использованием эконометрических моделей. В исследовании использовались линейные многофакторные регрессионные модели.

#### ВЫБОР ПЕРЕМЕННЫХ

Для построения уравнения регрессии необходимо выбрать зависимую переменную, которая отражала бы состояние инвестиционного климата в рассматриваемый период, и независимые переменные, каждая из которых отражала бы результаты той или иной меры проводившейся экономической политики с точки зрения ее воздействия на инвестиционный климат.<sup>4</sup>

**Выбор зависимой переменной.** Зависимая переменная должна отражать реакцию предпринимателей на состояние инвестиционного климата. В этой связи в качестве потенциальной зависимой переменной рассма-

---

<sup>4</sup> Заметим, что независимые переменные будут отражать, с одной стороны, результаты той или иной меры проводившейся экономической политики, а с другой — результативность этих мер с точки зрения их воздействия на инвестиционный климат, и в этом смысле они будут являться показателями состояния инвестиционного климата. Например, результатом введения золотого обращения — конкретной меры, направленной на укрепление денежной системы, — станет стабилизация курса рубля. В то же время стабильность национальной валюты является одним из показателей инвестиционного климата. В истории действует *правило обратимости*, которое гласит: одни и те же явления — одновременно и двигатель и показатель развития. «...Они вызывают изменения и указывают на них. Но при этом они являются также их следствием» [Бродель, 1993, с. 21]. В большинстве исторических явлений причина и следствие взаимодействуют и влияют друг на друга: причина порождает следствие, затем следствие становится самостоятельной силой и начинает воздействовать на свою первоначальную причину, трансформируя ее. При этом образуются замкнутые, а иногда и порочные круги.

тривались: 1) количество учрежденных акционерных обществ (российских и иностранных); 2) количество акционерных обществ (российских и иностранных), открытых<sup>5</sup> в течение календарного года; 3) число промышленных заведений<sup>6</sup> (предприятий) в фабрично-заводской промышленности; 4) количество рабочих в фабрично-заводской промышленности.

Как представляется, данные показатели достаточно точно описывают процесс и результаты инвестиционной деятельности. Так, по мнению В. С. Катькало и А. Ю. Панибратова, число вновь появляющихся в течение определенного периода времени самостоятельных (независимых) фирм может служить показателем степени свободы бизнеса [Катькало, Панибратов, 2006, с. 35]. Согласно принятому определению, результатом того или иного состояния инвестиционного климата на данной территории являются продуктивные инвестиции, создание новых рабочих мест и расширение фирм [Smith, Hallward-Driemeier, 2005, p. 40]. «Благоприятный инвестиционный климат содействует производительным капиталовложениям частного сектора», — подчеркивается в докладе Всемирного банка [Доклад о мировом развитии..., 2005, с. 19]. Кроме того, по всем выделенным показателям имеется статистика за рассматриваемый период (Приложение 2).

В данном исследовании выбор был сделан в пользу акционерных обществ (российских и иностранных), открытых в течение календарного года. На наш взгляд, этот показатель может служить хорошим приближением для характеристики инвестиционной активности предпринимателей, т. е. их реакции на состояние инвестиционного климата.<sup>7</sup> Во-первых, в кон-

---

<sup>5</sup> Под открытыми акционерными компаниями имеются в виду компании, действительно начавшие функционировать в данном году. Как отмечает Л. Е. Шепелев, учреждение акционерной компании, т. е. получение формального разрешения на ведение деятельности, не всегда совпадало с началом ее реального функционирования. Факт открытия действий компаниями фиксировался по появлению в периодической печати обязательных по закону извлечений из отчетов об их деятельности за год и разного рода объявлений [Шепелев, 2006, с. 116, 269]. Все акционерные общества с 1885 г. были обязаны публичной отчетностью, т. е. публикацией своих ежегодных балансов.

<sup>6</sup> Согласно ст. 412 «Устава о прямых налогах» (1903), отдельным промышленным заведением (фабрикой, заводом) признавалось одно или несколько закрытых или открытых помещений, находящихся в одной черте фабричного или заводского устройства и состоящих между собой, по роду производства, в непосредственной связи.

<sup>7</sup> Заметим, что часть акционерных компаний возникала для организации ранее не существовавших предприятий, другая же часть — путем реорганизации ранее существовавших. В связи с тем что непосредственной причиной акционирования уже существовавших предприятий была потребность в новых капиталах для поддержания, расширения и развития предприятий, можно считать, что число

це XIX — начале XX в. именно акционерные компании рассматривались как основной двигатель экономического развития. В частности, в секретном докладе 1899 г. Николаю II, характеризуя размеры привлеченного иностранного капитала в Россию, Витте оперирует числом «вновь учрежденных иностранных акционерных компаний» [Секретный доклад..., 2006, с. 188]. Действительно, доля основных капиталов акционерной промышленности во всей массе производительных капиталов в стране в 1900 г. составляла 68,9%, а в 1913 — 73,0% (рассчитано по: [Лященко, 1948, с. 412]). Во-вторых, в этом случае имеется возможность выделить российские и иностранные инвестиции, а во многих работах прямые иностранные инвестиции рассматриваются как синтетический показатель качества инвестиционного климата (см., напр.: [Инвестиционный климат Российской Федерации, 2010; Shiells, 2003]). В-третьих, именно открытые, т. е. начавшие свою деятельность компании, отражают реальную инвестиционную активность. Наконец, что очень немаловажно, статистические данные по акционерным обществам являются весьма надежными.

Статистика числа российских и иностранных акционерных компаний, открытых в течение календарного года, взята из работы Л. Е. Шепелева [Шепелев, 2006, с. 117, 118, 170, 271, 278]. В данных учтены торгово-промышленные и кредитные компании (без железнодорожных<sup>8</sup>). Разделение компаний на русские и иностранные проводится по формально-правовому признаку. Акционерное общество по законодательству считалось иностранным в том случае, если его устав утверждался в иностранном государстве. Как отмечает Шепелев, в целях обхода ограничений российского законодательства некоторые «иностраные» компании иногда основывались российскими подданными на российские капиталы. Вместе с тем гораздо больше формально русских компаний в той или иной мере фактически функционировало на иностранные капиталы [Шепелев, 2006, с. 169].

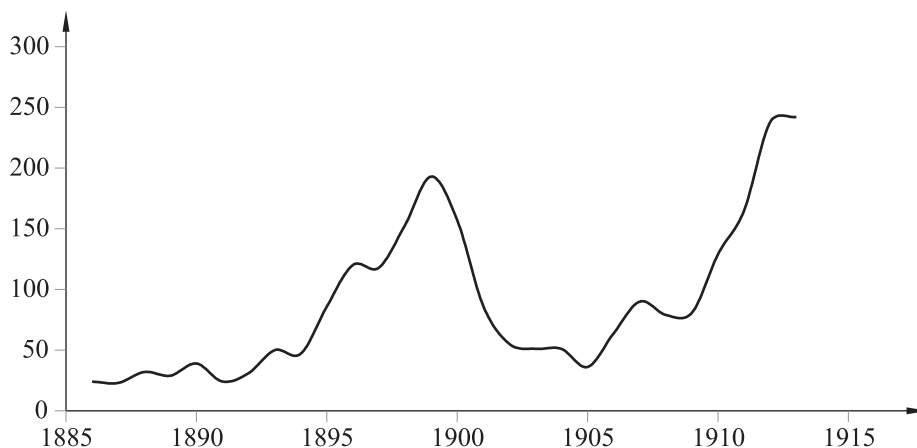
В регрессионных моделях число иностранных акционерных компаний включалось с весовым коэффициентом 1,5. Критерием для взвешивания служил размер капитала. Расчеты показали, что в рассматриваемый период капитал открытых иностранных компаний, приходившийся на одну компанию, в среднем в 1,5 раза превышал капитал российских компаний. Ввиду того что полученный временной ряд, заданный значениями уровней, оказался нестационарным, в регрессионных моделях использовался ряд в абсолютных приростах.

вновь открытых компаний и в случае реорганизации ранее существовавших предприятий отражает инвестиционную активность.

<sup>8</sup> Железнодорожные компании были исключены из рассмотрения, чтобы избежать проблемы эндогенности в моделях регрессии, где в качестве одной из независимых переменных используется протяженность построенных железных дорог.

Одно из условий, на которое опирается эконометрическое моделирование временных рядов, состоит в том, что функциональное соотношение не меняется в течение всего рассматриваемого периода, т. е. единую модель для изучаемого периода можно строить только в том случае, если во временном ряду нет точек разрыва. В исследуемый период потенциально возможны три точки структурного разрыва. Первая может быть обусловлена проведением денежной реформы в 1895–1897 гг., вторая — началом экономического кризиса в 1900 г. Третья потенциальная точка разрыва — отставка Витте с поста министра финансов в 1903 г., поскольку, как отмечалось, некоторые авторы считали, что с уходом Витте его экономическая политика была прервана.

Графический анализ абсолютного прироста ежегодно открывавшихся акционерных компаний в рассматриваемый период (рис. 1) позволяет сделать предварительное заключение о том, что начавшийся в 1900 г. экономический кризис с высокой долей вероятности мог привести к структурным изменениям в данном временном ряду, так как в этом году мы наблюдаем резкое падение абсолютного прироста открывавшихся акционерных компаний. В то же время конфигурация кривой на первый взгляд не дает оснований утверждать, что введение золотого обращения и отставка Витте существенно повлияли на инвестиционную активность.



*Рис. 1. Число акционерных компаний, открытых в течение календарного года, единиц (1885–1913 гг.)*

Статистическая проверка временного ряда на наличие структурных изменений с помощью теста Чоу показала, что в 1897, 1900 и 1903 гг. структурного разрыва не было (Приложение 3), и, следовательно, можно строить единую модель для всего анализируемого временного ряда.

**Выбор независимых переменных.** Для построения модели регрессии был сформирован набор потенциальных независимых переменных. В него вошли переменные, которые удовлетворяли следующим условиям: они должны были, во-первых, отражать меры экономической политики, проводившейся в 1885–1913 гг.; во-вторых, так или иначе соответствовать принципам построения показателей в методиках по оценке инвестиционного климата (Приложение 1), и, наконец, третьим условием являлось наличие релевантной статистики.

В качестве потенциальных переменных, характеризующих экономический рост, были взяты чистый национальный продукт (ЧНП)<sup>9</sup> и ЧНП на душу населения (стандартные показатели, рекомендуемые в методиках по оценке инвестиционного климата), «личное потребление», аналогом которого в методиках могут служить «потребительские расходы на душу населения», «темп роста потребительских расходов» и «бедность», а также «товарооборот», отражающий совокупную стоимость оптовых и розничных продаж. Последний показатель в методиках не фигурирует, но, на наш взгляд, он вполне может служить характеристикой экономического роста.

При выборе переменных, отражающих финансовую устойчивость, предпочтение было отдано тем, которые включают в себя как государственный долг, так и государственные доходы, а именно: «отношение госдолга к государственным доходам» и «отношение процентных платежей по внешнему долгу к государственным доходам». Как представляется, данные переменные позволяют наглядно отразить имеющиеся возможности по обслуживанию долга. Заметим, что в рассматриваемый период бремя государственного долга также оценивалось в сравнении с государственным бюджетом. Так, в своих примечаниях к третьему изданию работы Витте «Лекции о народном и государственном хозяйстве» профессор Новороссийского университета В. Д. Катков, характеризуя возрастание государственного долга за 1902–1907 гг., пишет: «...За это время долг возрос на 31,3%, тогда как бюджет увеличился всего на 13,2%» [Витте, 1997, с. 486].

---

<sup>9</sup> Качество оценки макроэкономических показателей дореволюционной России, и в частности чистого национального продукта, — один из дискуссионных вопросов в экономической истории. Ф. Бродель отмечал, что «эти совокупности (ВНП, ЧНП, национальный доход. — Н. Д., И. К.) ...сегодня известны примерно с десяти-, даже двадцатипроцентной погрешностью, а когда речь идет о старинных экономиках — самое малое с тридцатипроцентной» [Бродель, 1992, с. 305]. В данной работе использовались расчеты П. Грегори [Gregory, 1982], поскольку его оценки национального дохода России за 1885–1913 гг. экономистами-историками признаются наиболее точными.

В качестве переменной, характеризующей результаты денежной политики и стабилизацию рубля, была выбрана волатильность рубля.<sup>10</sup> Волатильность рубля рассчитывалась по отношению к британскому фунту стерлингов, поскольку в рассматриваемый исторический период он являлся основной резервной валютой в большинстве стран мира, т. е. служил своего рода эталоном стабильности. Для подсчета волатильности использовались курсы трехмесячного векселя из Лондона на Санкт-Петербург, в фунтах стерлингов за 1 тыс. руб. Это предопределялось, во-первых, тем, что Лондон в XIX в. стал главным мировым финансовым центром, и «курсы, устанавливаемые из Лондона на другие мировые финансовые центры, были ведущими и определяющими по отношению к курсам этих финансовых центров» [Российский рубль в системе европейских валют..., 2005, с. 53]. Во-вторых, Санкт-Петербург был главным центром операций с иностранными векселями в России, а петербургская биржа — единственной в России биржей европейского значения [Бородкин, Перельман, 2006, с. 171].

В качестве переменной, характеризующей протекционистскую внешнеторговую политику, был выбран размер таможенного обложения (в % к цене), а улучшение транспортной инфраструктуры в рассматриваемый период, на наш взгляд, наилучшим образом описывает протяженность железных дорог, построенных в течение года.

Первичные данные, использовавшиеся для построения переменных, представляли собой временные ряды за 1885–1913 гг. Усредненные данные представлены в Приложении 2. Поскольку некоторые исходные временные ряды, заданные значениями уровней, оказались нестационарными, были взяты соответствующие ряды в абсолютных приростах. Это касается таких переменных, как: личное потребление, протяженность железных дорог, построенных в течение года, и отношение процентных платежей по внешнему долгу к государственным доходам.

С целью выявления того, какие из отобранных независимых переменных наилучшим образом отражают влияние исследуемых мер экономической политики на инвестиционный климат, эти переменные тестировались

<sup>10</sup> Для анализа стабильности курса рубля использовался показатель исторической волатильности, которая была рассчитана по следующей формуле:

$$Volatility_k = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_{ik} - \bar{x}_k)^2},$$

где  $Volatility_k$  — волатильность в  $k$ -м году;  $n$  — число месяцев (в нашем случае  $n = 12$ );  $x_{ik}$  — курс рубля по отношению к фунту стерлингов в  $i$ -м месяце  $k$ -го года, в фунтах стерлингов за 1 тыс. руб.;  $\bar{x}_k$  — средний курс рубля по отношению к фунту стерлингов за 12 месяцев  $k$ -го года, в фунтах стерлингов за 1 тыс. руб.

в частных линейных многофакторных и парных регрессионных моделях. В каждую из таких частных моделей включались независимые переменные в различных комбинациях.<sup>11</sup>

В процессе тестирования выяснилось, что в ряде частных регрессионных моделей такие переменные, как ЧНП, ЧНП на душу населения, товарооборот, характеризующие экономический рост, оказались статистически незначимы. Отсутствие устойчивой статистической значимости ЧНП, на наш взгляд, может объясняться тем, что в рассматриваемый исторический период подсчет ЧНП официальной государственной статистикой не проводился, следовательно, инвесторы не могли отслеживать данные по этому показателю и реагировать на их изменение. Переменной, статистически значимой во всех частных моделях, оказалось личное потребление. Это вполне укладывается в логику анализа, поскольку в отличие от ЧНП «личное потребление» является более «осязаемым» индикатором экономического роста и инвесторы могли «прочувствовать» его изменение, даже не имея точных данных. Соответственно, личное потребление и вошло в общую линейную многофакторную регрессионную модель в качестве независимой переменной.

Ни одна из двух переменных, отражающих состояние государственных финансов, не демонстрировала устойчивой статистической значимости в процессе тестирования частных регрессионных моделей. В общую модель регрессии было включено отношение госдолга к государственным доходам. Этот выбор был обусловлен стационарностью данного временного ряда в отличие от ряда «процентные платежи по внешнему долгу/государственные доходы».

Переменная «волатильность» также не демонстрировала устойчивой статистической значимости в частных регрессионных моделях. Примечательно, что переменная «волатильность» чаще всего оказывалась статистически значимой в тех моделях, где в качестве зависимой переменной выступало число *иностранных* акционерных компаний, открытых либо учрежденных в календарном году. Переменная «волатильность» была включена в общую модель регрессии, так как она наиболее часто используется инвесторами для измерения стабильности валютного курса.

Переменные «размер таможенного обложения» и «протяженность железных дорог, построенных в течение года» оказались статистически значимы во всех частных моделях.

<sup>11</sup> Оценка параметров в моделях проводилась с помощью метода наименьших квадратов. Все модели проверялись на наличие автокорреляции в остатках первого и более высоких порядков и выполнение условия гомоскедастичности. Для проверки на наличие автокорреляции в остатках применялся тест Бройша–Годфри (Breusch–Godfrey). В качестве теста на гетероскедастичность использовался тест Бройша–Пагана (Breusch–Pagan). Все частные регрессионные модели были статистически значимы.



С учетом выбранных переменных была построена линейная многофакторная регрессионная модель:

$$StockCo_t = \beta_0 + \beta_1 Consumption_t + \beta_2 Debt_t + \beta_3 Volatility_t + \beta_4 Protect_t + \beta_5 Railways_t + u_t$$

где *StockCo* — абсолютный прирост числа акционерных компаний, открытых в календарном году; *Consumption* — абсолютный прирост личного потребления, млн руб.; *Debt* — отношение госдолга к государственным доходам, %; *Volatility* — волатильность рубля по отношению к фунту стерлингов, фунты стерлингов; *Protect* — размер таможенного обложения, % к цене; *Railways* — абсолютный прирост протяженности железных дорог, построенных в течение года, верст.

Таким образом, в общую модель регрессии в качестве независимых переменных были включены: личное потребление, отношение госдолга к государственным доходам, волатильность рубля, размер таможенного обложения и протяженность железных дорог, построенных в течение года.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Модель тестировалась на наличие автокорреляции в остатках первого и более высоких порядков и выполнение условия гомоскедастичности. Результаты оценивания параметров, значения соответствующих статистик и уровни значимости как самой модели, так и оценок параметров представлены в табл. 1.

Таблица 1

#### Результаты регрессионного анализа

Независимые переменные	Коэффициенты	Стандартная ошибка	Уровень значимости
<i>Constant</i>	146,530	58,426	0,020
<i>Consumption</i>	0,022	0,009	0,015
<i>Debt</i>	-0,125	0,119	0,301
<i>Volatility</i>	1,400	2,150	0,522
<i>Protect</i>	-3,449	1,466	0,029
<i>Railways</i>	0,015	0,005	0,015

Примечания: зависимая переменная — *StockCo*; число наблюдений: 27;  $F(5, 21) = 5,24$  [ $p = 0,0028$ ];  $R^2 = 0,56$ .

Модель статистически значима на 3%-м уровне. Коэффициент детерминации показывает, что включенные в нее независимые переменные объясняют порядка 56% вариации зависимой переменной — числа акционерных компаний, открытых в календарном году. Анализируя величину

коэффициента детерминации, нужно принимать во внимание следующие моменты. Во-первых, в модель включены не все факторы, формирующие инвестиционный климат, а лишь те, которые были обусловлены экономической политикой рассматриваемого периода. Во-вторых, при создании нового бизнеса и расширении старого предприниматели руководствуются состоянием не только макро-, но и микросреды, например отраслевой нормы прибыли. Исходя из этого, значение величины коэффициента детерминации представляется достаточно высоким.

Как видно из табл. 1, независимая переменная *Consumption* (личное потребление) статистически значима уже при 2%-м уровне значимости. Оценка коэффициента при этой переменной — положительная, что свидетельствует о прямой связи между экономическим ростом и числом открываемых акционерных компаний. Соответственно, гипотеза *H1* о том, что экономический рост положительно влиял на состояние инвестиционного климата России в 1885–1913 гг., подтвердилась.

Влияние переменной *Debt* (отношение госдолга к государственным доходам) оказалось статистически незначимым. Гипотеза *H2*, которая заключалась в том, что повышение финансовой устойчивости положительно влияло на состояние инвестиционного климата, не подтвердилась.

Переменная *Volatility* (волатильность рубля) в построенной модели также оказалась статистически незначимой даже при 10%-м уровне значимости, а следовательно, гипотеза *H3* о том, что стабилизация рубля положительно влияла на состояние инвестиционного климата, не подтвердилась.

Поскольку *t*-тесты показали, что в построенной модели переменные *Volatility* и *Debt* статистически незначимы, эти переменные проверялись на совместную значимость с помощью *F*-теста. Результаты тестирования (Приложение 4) показали, что переменные *Volatility* и *Debt* и совместно не оказывали влияния на прирост акционерных компаний в конце XIX — начале XX в.

Независимая переменная *Protect* (размер таможенного обложения) оказалась статистически значимой при уровне значимости менее 3%, при этом оценка коэффициента при данной переменной является отрицательной, что противоречит выдвинутому нами предположению о прямой взаимосвязи переменных *StockCo* (число акционерных компаний) и *Protect*. Таким образом, результаты проведенного эконометрического исследования не позволяют принять гипотезу *H4* о положительном влиянии политики протекционизма на состояние инвестиционного климата России в 1885–1913 гг.

И наконец, переменная *Railways*, характеризующая прирост протяженности железных дорог, оказалась статистически значимой при уровне значимости менее 1%. Оценка коэффициента при данной переменной — положительная, что указывает на позитивное влияние расширения сети железных

дорог на число открываемых акционерных компаний. Это соответствует выдвинутому в исследовании предположению и подтверждает гипотезу *H5* о том, что улучшение транспортной инфраструктуры положительно влияло на состояние инвестиционного климата России в 1885–1913 гг.

Таким образом, тестирование построенной регрессионной модели позволило оценить, как меры экономической политики государства, предпринятые в конце XIX — начале XX в., воздействовали на предпринимательскую активность. Рассмотрим полученные результаты применительно к каждой из выделенных мер.

**Экономический рост.** Личное потребление — один из важнейших элементов валового внутреннего продукта. На его долю приходится до 2/3 ВВП. В России в рассматриваемый период доля личного потребления в ЧНП составляла 84,8% в 1885 г. и 80,5% — в 1913 г. Независимая переменная «личное потребление» при тестировании построенной модели регрессии оказалась статистически значима, и при этом оценка коэффициента при данной переменной — положительная, что совпадает с выдвинутым предположением о прямой взаимосвязи данной переменной с изменением числа открываемых акционерных компаний.

Положительное влияние роста личного потребления на инвестиционную активность неудивительно. Как видно из рис. 2, в рассматриваемый период объем личного потребления возрастал, а рост личного потребления означает расширение внутреннего рынка. Пользуясь современной терминологией, можно сказать, что в рассматриваемый период Россия была страной с развивающимся рынком (*emerging market country*), а, как известно, размер рынка и перспективы роста играют огромную роль в мотивации инвесторов.

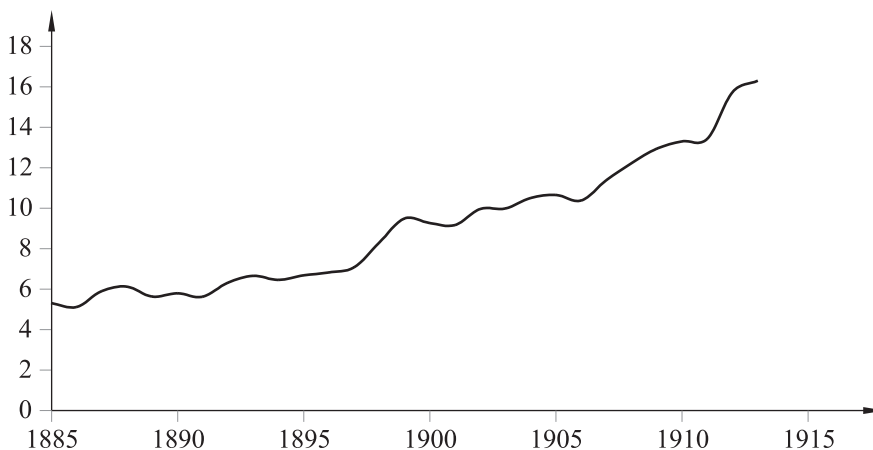


Рис. 2. Личное потребление, млрд руб. (1885–1913 гг.)

**Повышение финансовой устойчивости.** В построенной модели регрессии переменная, характеризующая финансовую устойчивость — отношение госдолга к государственным доходам, — оказалась статистически незначимой. На наш взгляд, это связано с тем, что факт наращивания госдолга воспринимается инвесторами либо как негативный фактор, либо игнорируется, когда страна демонстрирует устойчивые темпы экономического роста и хорошее состояние госбюджета. В работе «Рост на фоне долга» К. Рейнхарт и К. Рогофф на основе данных по 44 странам за 200-летний период проанализировали взаимосвязь между экономическим ростом и государственным долгом (внутренним и внешним). Они обнаружили, что если государственный долг не превышает 90% ВВП, то существенной связи между долгом и экономическим ростом не наблюдается ни в развитых, ни в развивающихся экономиках [Reinhart, Rogoff, 2010, p. 575].

Известный французский историк-экономист Ф. Бродель пишет, что Англия в XVIII в. имела огромный государственный долг, почти в 2 раза больший, чем ВВП. Однако при ретроспективном рассмотрении государственный долг Англии — показатель ее экономического здоровья, поскольку проценты выплачивались исправно, а фунт был устойчив. На государственном долге «покоятся мощь и даже независимость этой нации». Франция же, государственный долг которой в 1789 г. в полтора раза превосходил ВВП, оказалась перед финансовым кризисом. Бродель констатирует, что затруднения, вызывавшиеся государственным долгом, в немалой степени зависели «от управления финансами и от большего или меньшего доверия общественности» [Бродель, 1992, с. 311, 385, 388].

Таким образом, статистическая незначимость переменной, характеризующей финансовую устойчивость в нашей модели, дает основание сделать вывод о том, что величина российского госдолга в рассматриваемый период не воспринималась потенциальными инвесторами как критичная. Действительно, в период с 1885 по 1913 г. «отношение госдолга к государственным доходам» демонстрирует волнообразную динамику со слабовыраженным понижательным трендом (рис. 3). В 1913 г. объем госдолга составлял 43,6% ВВП.<sup>12</sup>

Тот факт, что зарубежными инвесторами Россия воспринималась как надежный плательщик, хорошо подтверждает мнение, высказанное в декабре 1917 г. в лондонском «Ежемесячном справочнике инвестора». Обсуждая вопрос о возможном отказе России от уплаты своих долгов в связи с ре-

---

<sup>12</sup> В настоящее время, согласно «Пакту о стабильности и росте», бюджетный дефицит в странах еврозоны не должен превышать 3% ВВП, а объем госдолга — 60% ВВП.

волюционными событиями, авторы напоминают, что «в прошлом Россия всегда выполняла свои обязательства и осуществляла купонные выплаты даже во время Крымской войны» [A Financial Survey, 1917, p. 643]. Таким образом, финансовое положение российского государства расценивалось как относительно устойчивое, и с этой точки зрения инвестиционный климат в рассматриваемый период был благоприятным.

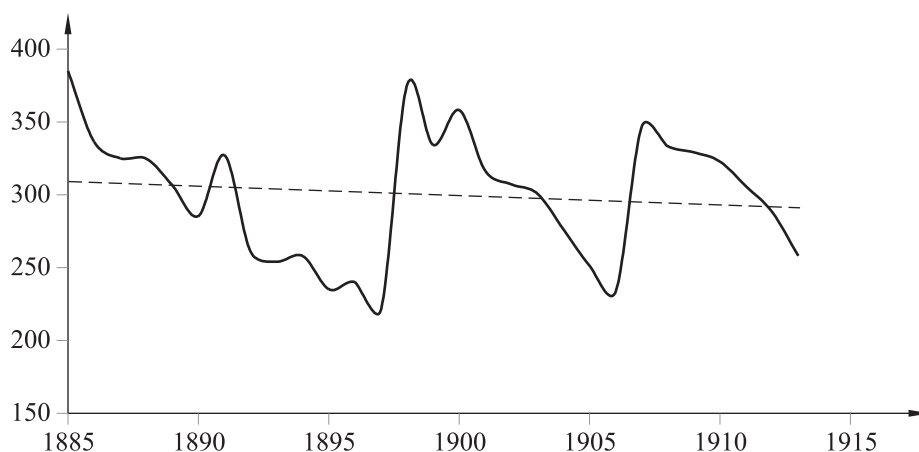


Рис. 3. Отношение госдолга к государственным доходам, % (1885–1913 гг.)

**Укрепление денежной системы.** Поскольку независимая переменная «волатильность» оказалась статистически незначимой, гипотеза *H3* о положительном влиянии стабилизации рубля на инвестиционный климат в анализируемый период не подтвердилась. Это можно объяснить тем, что рубль начал приобретать устойчивость уже с 80-х гг. XIX в. благодаря тем мерам, которые предпринимались министрами финансов Бунге и Вышнеградским. Согласно проведенным расчетам, волатильность рубля начиная с 1880-х гг., едва превышала 2 фунта стерлингов, за исключением двух лет. Соответственно, на протяжении всего анализируемого исторического периода (1885–1913 гг.) российский рубль был сравнительно стабильным, а денежная реформа 1895–1897 гг. лишь упрочила эту стабильность и свела волатильность российского рубля к минимуму. Начиная с 1895 г. волатильность рубля по большей мере не превышала 0,5 фунта (рис. 4).

Тем не менее проведенная реформа, скорее всего, положительно сказалась на инвестиционной привлекательности российской экономики. Как следует из табл. 2, в дореформенный период каждый год в среднем открывалось 40 российских акционерных обществ и 6 иностранных, а после введения золотого рубля эти цифры возросли до 100 и 17 акционерных обществ соответственно.

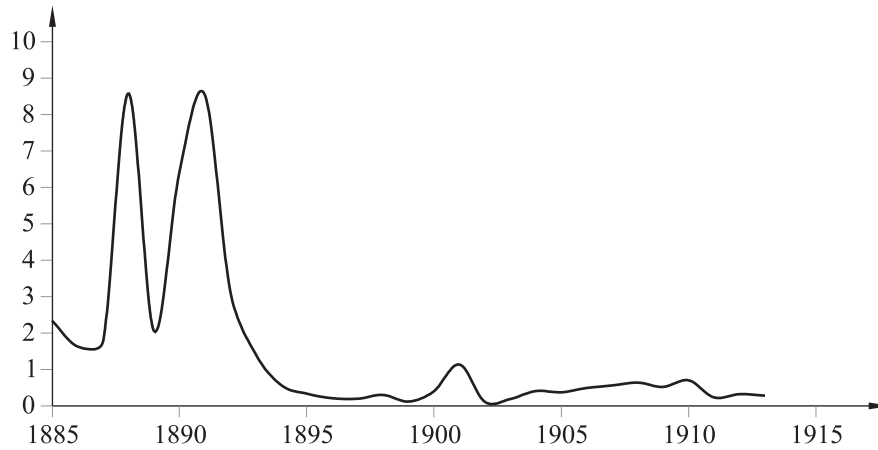


Рис. 4. Волатильность рубля по отношению к фунту стерлингов, фунты стерлингов за 1 тыс. руб. (1885–1913 гг.)

Таблица 2

**Число российских и иностранных акционерных компаний, открытых в среднем в год до и после денежной реформы**

Акционерные общества	Число акционерных обществ, открытых в среднем в год	
	В период до денежной реформы (1885–1896 гг.)	В период после введения золотого обращения (1897–1913 гг.)
Российские акционерные общества	40	100
Иностранные акционерные общества	6	17
Акционерные общества, всего	46	117
Акционерные общества, всего (иностранные включены с коэффициентом 1,5)	49	126

Составлено по: [Шепелев, 2006, с. 117, 118, 170, 271, 278].

Для того чтобы получить эмпирическое подтверждение тому, что введение золотого обращения действительно способствовало росту числа открывавшихся акционерных компаний, был проведен тест Стьюдента, используемый для проверки гипотез о достоверности разницы средних при анализе количественных данных. Рассчитанные *t*-критерии Стьюдента показали, что

различия между средними значениями акционерных компаний, открывавшихся до и после денежной реформы, статистически значимы.

По общему мнению, особенно большое значение стабилизация курса рубля имела для иностранных инвесторов. Собственно говоря, именно для привлечения иностранных капиталов в Россию и проводилась денежная реформа. Показательно в этом отношении предельно отчетливо сформулированное мнение Николая II в Повелении, которое было издано по итогам обсуждения секретного доклада Витте в марте 1889 г.: «Финансовые органы... непрестанно стремились к упорядочению нашего денежного обращения, ожидая от этой меры прилива к нам свободных и более дешевых, чем наши, иностранных капиталов. Ныне прилив этот явился прямым последствием достигнутого за последние два года укрепления нашей денежной системы, так как только с появлением у нас золотого обращения устранилась существовавшая дотоле опасность от колебания рубля при помещении иностранцами своих капиталов в русские предприятия» [Повеление Николая II..., 2006, с. 206].

Создание благоприятных условий для проникновения в страну иностранных капиталов в акционерной форме с введением в 1895–1897 гг. золотого обращения в России отмечалось и в «Вестнике финансов, промышленности и торговли», который издавался Министерством финансов: «Созданная... устойчивость нашей валюты послужила могущественным рычагом в деле развития нашей акционерной промышленности... Только благодаря устойчивости валюты иностранные капиталисты, ограничивавшиеся до того времени почти исключительно приобретением одних правительственных или гарантированных правительством займов, дававших им точно определенный и всегда реализуемый в любой местной валюте доход, стали обращать свою деятельность на учреждение более прибыльных, но недоступных при прежней неустойчивости курса акционерных промышленных предприятий» [Обзор деятельности..., 1900, с. 107].

Для того чтобы проследить влияние мер по стабилизации курса рубля на привлекательность российского рынка для иностранных инвесторов, была построена модель парной регрессии, где в качестве зависимой переменной выступало число иностранных акционерных компаний, учрежденных в течение календарного года за период с 1885 по 1913 г., а в качестве независимой — волатильность рубля. Результаты регрессионного анализа показали, что рост волатильности рубля отрицательно влиял на учредительство иностранных акционерных компаний. Поэтому мнение о том, что введение золотого монометаллизма привело к активизации притока иностранных капиталов в Россию, не лишено оснований, и можно согласиться с Гершенкроном в вопросе о том, что «стабилизация рубля и введение золотого стандарта обеспечили привлечение иностранного

капитала в развитие российской промышленности» [Гершенкрон, 2004, с. 436].

**Протекционизм.** Обратимся теперь к анализу последствий таможенно-тарифной политики. Гипотеза о том, что политика протекционизма положительно сказывалась на инвестировании капитала, не подтвердилась. Как следует из построенной модели регрессии, в рассматриваемый период увеличение таможенного обложения негативно влияло на прирост акционерных компаний. Остановимся на возможных причинах данного результата.

«Протективная система» в России была установлена еще в 1869 г. В 1877–1890 гг. таможенное обложение несколько раз менялось в сторону увеличения. В 1877 г. вследствие установления обязательной уплаты таможенных пошлин золотом тариф увеличился на 30%. В августе 1890 г. вследствие повышения курса рубля все таможенные ставки были повышены на 20%. В 1891 г. был издан общий таможенный тариф, в котором было установлено равномерное покровительство всем отраслям промышленности, как обрабатывающей, так и добывающей. Цель введения нового тарифа — укрепление внутренней промышленности и улучшение торгового баланса [Витте, 1997, с. 187]. В 1893 г. принимается закон о двойном таможенном тарифе. Согласно этому закону, действующие тарифы были сохранены для стран «благоприятствующих», а для остальных они повышались на 15–30%. Повышение таможенных тарифов продолжалось и в дальнейшем, достигнув пика в 1903 г. (рис. 5).

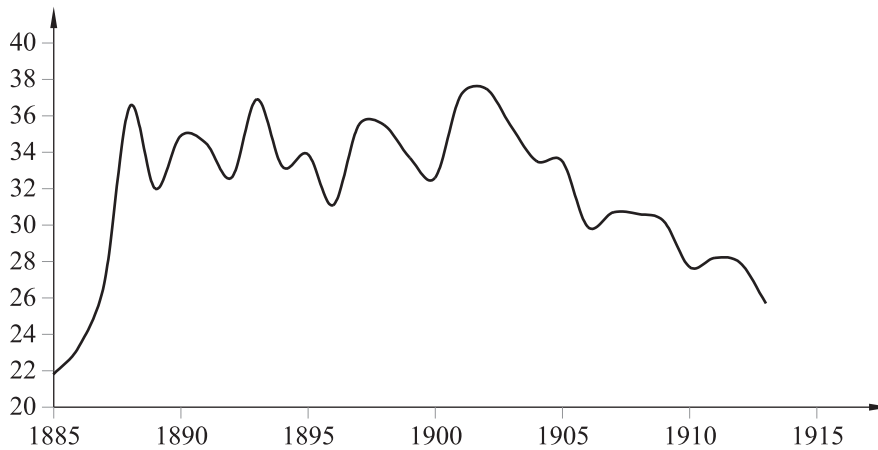


Рис. 5. Таможенное обложение, % к цене (1885–1913 гг.)

При установлении высоких таможенных пошлин преследовалось несколько целей. Первая — фискальная, т. е. пополнение государственного



бюджета. Вторая цель — за счет сокращения импорта иностранных товаров способствовать росту положительного сальдо торгового баланса и таким образом — накоплению золотого запаса для введения и поддержания золотого монометаллизма. Третья цель состояла в том, чтобы за счет повышения внутренних цен стимулировать отечественное производство и привлекать иностранный капитал. По мнению Витте, неизбежность притока иностранных капиталов «сама собою вытекла из покровительственного тарифа 1891 г.» [Секретный доклад..., 2006, с. 196].

Глубокий анализ воздействия таможенной политики на отечественную экономику провел И. Х. Озеров. По его мнению, в России довольно часто на первом плане стояли первые две цели, а не «планомерное развитие промышленности» [Озеров, 1908, с. 399], в результате чего иногда устанавливались чрезмерно высокие таможенные ставки. А нужно иметь в виду, писал Озеров, что чересчур высокий размер таможенной пошлины «не только не будет побуждать к развитию промышленности, а будет создавать апатию среди промышленного класса» [Озеров, 1908, с. 371]. Еще один крупный недостаток таможенного тарифа, который отмечает Озеров, — его огульность, т. е. установление высоких таможенных ставок на все без исключения товары. Поэтому покровительство, например, хлопчатобумажной промышленности подрывалось высокими ставками на импортируемые машины и оборудование для этой отрасли.

Характеризуя таможенный тариф, который был принят в 1906 г., Озеров подчеркивал, что этот «новый тариф в значительной степени имеет фискальный характер... Это опять новая механическая мера для поддержания торгового баланса. О покровительственном характере его не может быть и речи: наша промышленность достаточно ограждена, и от повышенных ставок она не только не выиграет, но и проиграет, так как не будет стимула к лучшему техническому оборудованию предприятий» [Озеров, 1908, с. 412]. Таким образом, «задачи удержания золота в стране и развития промышленности расходятся между собой, и приходится жертвовать интересами развития промышленности интересам поддержания валюты» [Озеров, 1908, с. 413].

Высокий таможенный тариф приводил к повышению цен на внутреннем рынке, что снижало покупательную способность населения. Витте в секретном докладе неоднократно подчеркивал, что проводимая протекционистская политика стоила больших жертв народу [Секретный доклад..., 2006, с. 178, 179, 183, 194]. «Услуги российской промышленности обходятся стране слишком дорого, — писал он, — и эти приплаты разрушительно влияют на благосостояние большинства населения, преимущественно земледельческого» [Секретный доклад..., 2006, с. 194–195]. В результате снижение платежеспособного спроса не стимулировало предпринимателей

к расширению бизнеса и новым инвестициям.<sup>13</sup> Конечно, компенсировать сужение внутреннего рынка могло бы производство на экспорт, но российская промышленная продукция на западных рынках была неконкурентоспособной.

**Развитие транспортной инфраструктуры.** Прделанные расчеты показали, что строительство железных дорог, несмотря на то что оно в значительной степени носило стратегический характер [Витте, 1997, лекция XXXI], положительно влияло на состояние инвестиционного климата и побуждало инвесторов к вложению капитала.

Строительство железных дорог в России шло исключительно быстрыми темпами. К 1861 г. протяженность железных дорог составляла около 1,5 тыс. верст, а к 1915 г. — уже 70,3 тыс. верст. Пик железнодорожного строительства приходился на вторую половину 1890-х гг. (рис. 6).

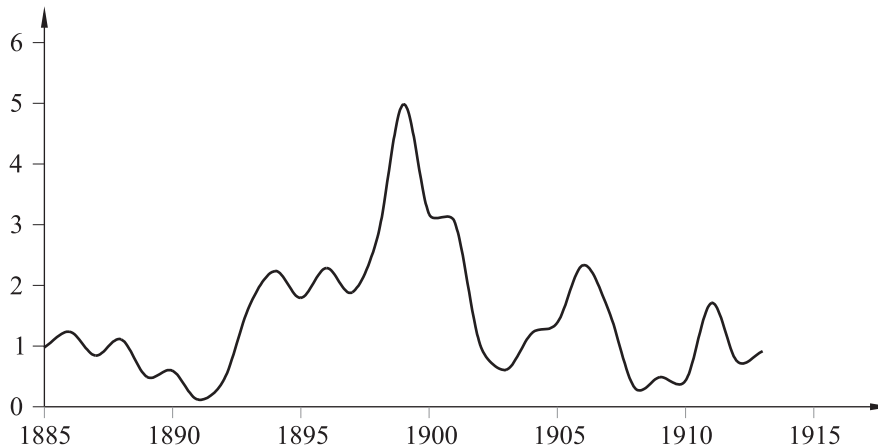


Рис. 6. Протяженность железных дорог, построенных в течение календарного года, тыс. верст (1885–1913 гг.)

Пользуясь методикой Р. Фогеля,<sup>14</sup> Я. Метцер рассчитал, что в 1907 г. непосредственный вклад железных дорог в ВВП России составлял около 5,6%

<sup>13</sup> Рассматривая влияние российского таможенного тарифа на предпринимательскую активность иностранных инвесторов, В. Киршнер отмечает, что ряд факторов оказывал компенсирующее влияние. В частности, высокие издержки транспортировки товаров внутри страны могли сделать более выгодным их импорт в определенных районах. Таков же был эффект довольно длительных и несоблюдавшихся сроков поставок продукции российскими производителями [Kirchner, 1981, p. 369].

<sup>14</sup> Р. Фогель, лауреат Нобелевской премии по экономике 1993 г., известен своей работой о вкладе железных дорог в экономику США в XIX в. Фогель построил

[Metzer, 1976, p. 86]. Цифра, по мнению Метцера, скромная. Однако не стоит забывать о косвенном эффекте, который был гораздо больше. Железные дороги служили своеобразным мультипликатором, толчком для развития многих отраслей промышленности, в особенности тяжелой промышленности и металлургии. Ускоренное строительство железных дорог способствовало развитию рыночных отношений, и результатом расширения железнодорожной сети было складывание национального рынка сельскохозяйственной продукции и нефтепродуктов [Kelly, 1976; Metzer, 1974].

#### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В данной работе предпринята попытка оценить влияние экономической политики государства на состояние инвестиционного климата в России в период с 1885 по 1913 г. Особое внимание обращалось на последствия проводившейся монетарной политики, политики протекционизма, а также мер по стимулированию экономического роста, укреплению финансовой системы и повышению качества инфраструктуры. Результаты тестирования свидетельствуют в пользу их сравнительно благоприятного воздействия на инвестиционный климат в исследуемый период за исключением протекционистского тарифа.

Конечно, часть полученных результатов носит весьма приближенный характер, что обусловлено и качеством статистических данных, и несовершенством построенной модели. Но основная задача видится в том, чтобы «добиться порядка величин, попытаться выявить соотношения, правдоподобные, если и не достоверные» [Бродель, 1992, с. 302], поскольку «даже неточные цифры всегда более конкретны и более близки к исторической действительности, нежели расплывчатые словесные описания» [Wychanski, 1971, p. 105].

Проведенный анализ позволяет также сделать некоторые комментарии по поводу ряда дискуссий, идущих сегодня относительно эффективности таких мер экономической политики, проводившейся в России в конце XIX — начале XX в., как реформа денежной системы, интенсивное железнодорожное строительство и протекционизм. Денежная политика и реформа рубля 1895–1897 гг. с точки зрения их воздействия на экономическое развитие России в целом позитивно оцениваются А. Гершенкроном, Н. В. Расковым [Расков, 2000, с. 117]. П. Грегори и Дж. Сейлорс также полагают, что выгоды от монетарного консерватизма перевешивали издержки [Gregory, Sailors, 1976]. Однако, по мнению А. Кахана [Kahan, 1967] и Х. Баркаи [Barkai,

---

контрфактическую модель и пришел к выводу о том, что в 1890 г. с учетом альтернативных издержек на модернизацию дорог и строительство каналов вклад железных дорог в ВВП составил 4,7% [Fogel, 1964].

1973], денежная политика сопровождалась высокими альтернативными издержками из-за ее чрезмерной строгости и, как следствие, недостатка денег в обращении. Расчеты, сделанные авторами данного исследования, показали, что стабилизация курса рубля в результате денежной реформы положительно влияла на инвестиционный климат и с этих позиций, скорее всего, способствовала экономическому росту.

Что касается политики протекционизма, то, по мнению Раскова, она «в конце XIX и начале XX в., несомненно, способствовала подъему российской промышленности» [Расков, 2000, с. 136]. Возможно, на развитие промышленности в целом протекционизм влиял позитивно. Выяснение этого вопроса не входило в задачу данного исследования, но на инвестиционный климат, как показали расчеты, политика протекционизма оказывала отрицательное воздействие, по крайней мере, в краткосрочном периоде.

Метцер [Metzer, 1974], Расков [Расков 2000, с. 124] и другие исследователи положительно оценивают железнодорожное строительство. По их мнению, оно дало мощный толчок развитию экономики. А. А. Беляков, опираясь на работы Фогеля и апеллируя к мнению известного российского учено-гидролога Н. П. Пузыревского,<sup>15</sup> попытался оценить народнохозяйственные потери от приоритетного развития железнодорожной сети в России во второй половине XIX в. [Беляков, 1999]. На основании выполненных расчетов автор пришел к выводу о том, что развитие железных дорог в России во второй половине XIX в. нанесло значительный ущерб ее народному хозяйству. Экономическому росту и улучшению путей сообщения всех видов, по его мнению, способствовали бы приоритетное развитие сети водных путей с межбассейновыми соединениями и кардинальное улучшение судоходных условий рек. Он считает, что пересмотр правительственной концепции развития путей сообщения и сосредоточение на водных сообщениях служат подтверждением сделанных им выводов. Проведенное нами исследование показало, что строительство железных дорог в целом положительно влияло на инвестиционный климат. Кроме того, не стоит забывать, что строительство железных дорог в России во многом носило военно-стратегический характер и было важно в долгосрочном плане.

Следует отметить, что в настоящее время «в глобальном масштабе привлекательность российской экономики пока недостаточна, чтобы обеспечить массированный приток инвестиций в среднесрочной перспективе и далее. <...> Несмотря на позитивный настрой инвесторов, уровень инвестирования в российскую экономику недостаточен для осуществления

---

<sup>15</sup> Н. П. Пузыревский считал постройку железных дорог как в США, так и в России ошибкой и утверждал, что в России экономические последствия этой ошибки намного более пагубны [Пузыревский, 1909].

необходимых масштабных программ по модернизации промышленности, транспорта» [Ясин и др., 2006, с. 11]. В этой связи важными условиями ускорения экономического роста являются улучшение инвестиционного климата и повышение предпринимательской активности. Как представляется, анализ исторического опыта может дать ряд ценных уроков для современности.

### **Литература**

- Ананьич Б. В.* Россия и международный капитал 1897–1914 гг. Очерки истории финансовых отношений. Л.: Наука, 1970.
- Ананьич Б. В., Ганелин Р. Ш.* Сергей Юльевич Витте и его время. СПб.: Дмитрий Буланин, 1999.
- Андросов В. А., Шушарин А. Л.* Регулирование инвестиционной деятельности в регионе. Томск: ТГУ, 2000.
- Беляков А. А.* Опыт оценки народнохозяйственного ущерба от приоритетного развития железнодорожной сети в России во второй половине XIX века // Экономическая история. Обзорение / под ред. Л. И. Бородкина. Вып. 3. М.: МГУ, 1999.
- Бовыкин В. И.* Экономическая политика царского правительства и индустриальное развитие России. 1861–1900 гг. // Экономическая история: Ежегодник. 2002. М.: РОССПЭН, 2003. С. 9–32.
- Бородкин Л. И., Перельман Г. Е.* Структура и динамика биржевого индекса дореволюционной России: анализ рынка акций ведущих промышленных компаний // Экономическая история. Ежегодник. 2006. М.: РОССПЭН, 2006. С. 171–221.
- Бродель Ф.* Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV–XVIII вв. В 3 т. Т. 3. М.: Прогресс, 1992.
- Бродель Ф.* Динамика капитализма. Смоленск: Полиграмма, 1993.
- Вексельные курсы, связанные с Россией, 1814–1914 гг.* // Экономическая история. Обзорение / под ред. Л. И. Бородкина. Вып. 11. М.: МГУ, 2005. С. 60–97.
- Витте С. Ю.* Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных Его Императорскому Высочеству Великому Князю Михаилу Александровичу в 1900–1902 гг. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997.
- Гершенкрон А.* Экономическая отсталость в исторической перспективе // Истоки: Экономика в контексте истории и культуры. М.: Издат. дом ГУ ВШЭ, 2004. С. 420–447.
- Грегори П.* Экономический рост Российской империи (конец XIX — начало XX веков): Новые подсчеты и оценки. М.: РОСПЭН, 2003.
- Доклад о мировом развитии 2005 года.* Как сделать инвестиционный климат благоприятным для всех / пер. с англ. М.: Весь Мир, 2005.
- Дроздова Н. П.* Экономический рост и структура российской экономики // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Экономика. 1996. Вып. 2. С. 3–18.
- Дроздова Н. П.* Индустриализация в России // Индустриализация: Исторический опыт и современность: сб. статей / под ред. Н. С. Бабинцевой и др. СПб.: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 1998. С. 139–156.

- Инвестиционный климат Российской Федерации.* 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/investmentpolicy/doc201002101210> (дата обращения 01.03.2010).
- Информация и методы // Эксперт-РА.* Рейтинговое агентство [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/2006/part5/> (дата обращения 17.01.2010).
- Катькало В. С., Панибратов А. Ю.* Основы бизнеса: учебник. СПб.: Издат. дом С.-Петербурга. ун-та, 2006.
- Кафенгауз Л. Б.* Эволюция промышленного производства России (последняя треть XIX в. — 30-е годы XX в.). М.: Эпифания, 1994.
- Кованько П.* Главнейшие реформы, проведенные Н. Х. Бунге в финансовой системе России. Опыт критической оценки деятельности Н. Х. Бунге, как министра финансов (1881–1887 гг.). Киев: Тип. Н. Т. Корчак-Новицкого, 1901.
- Кредитные рейтинги // Standard & Poor's* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=creditmet> (дата обращения 01.03.2010).
- Лебедев Н. А.* Таможенная политика в системе экономической политики государства: сущность, этапы, результаты: (На примере России XIX в.): автореф. дис. ... д-ра экон. наук. М., 2002.
- Лященко П. И.* История народного хозяйства СССР. Т. I–II. Т. II. [М.]: Гос. изд. полит. лит-ры, 1948.
- Национальный совет по развитию инвестиционного климата* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://investmentclimate.com/about/index.php#1> (дата обращения 17.08.2010).
- Обзор деятельности акционерных предприятий в России // Вестник финансов, промышленности и торговли.* 1900. № 29. С. 103–108.
- Озеров И. Х.* Основы финансовой науки. Вып. I. Учение об обыкновенных доходах. М.: Тип. т-ва И. Д. Сытина, 1908.
- Опарин Д. И.* Схематический анализ развития внешней торговли России за 175 лет (1742–1917 гг.) // Методологические вопросы в статистических исследованиях. М.: Наука, 1968. С. 96–128.
- Отчет Государственного контроля по исполнению Государственной росписи и финансовых смет за 1885–1913 гг.* СПб.: Государственная типография, 1886–1914.
- Первушин С. А.* Хозяйственная конъюнктура. Введение в изучение динамики русского народного хозяйства за полвека. М.: Экономическая жизнь, 1925.
- Повеление Николая II по итогам обсуждения особым совещанием доклада С. Ю. Витте об основаниях действующей в России торгово-промышленной политики.* 19 марта 1899 г. // Витте С. Ю. Собрание сочинений и документальных материалов. В 5 т. Т. 4, кн. 1. М.: Наука, 2006. С. 205–208.
- Пузыревский Н. П.* Водные и железнодорожные сообщения в освещении статистических данных. СПб.: Тип. М-ва пут. сообщ. (т-ва И. Н. Кушнерев и К), 1909.
- Расков Н. В.* Политико-экономическая система С. Ю. Витте и современная Россия: учеб. пособие. СПб.: Издат. дом С.-Петербурга. ун-та, 2000.

- Российский рубль в системе европейских валют: вексельные курсы 1814–1914 гг. // Экономическая история. Обзорение / под ред. Л. И. Бородкина. Вып. 11. М.: МГУ, 2005. С. 51–59.*
- Статистический ежегодник России за 1900–1916 гг. СПб.–Пг., 1901–1917.*
- Секретный доклад С. Ю. Витте Николаю II «О необходимости установить и затем непреложно придерживаться определенной программы торгово-промышленной политики Империи». Март 1899 г. // Витте С. Ю. Собрание сочинений и документальных материалов. В 5 т. Т. 4, кн. 1. М.: Наука, 2006. С. 177–198.*
- Степанов В. Л. Н. Х. Бунге: судьба реформатора. М.: РОССПЭН, 1998.*
- Струмилин С. Г. Наш довоенный товарооборот // Плановое хозяйство. 1925. № 1. С. 114–120.*
- [Судейкин В. Т.] Замечательная эпоха в истории русских финансов. (Очерк экономической и финансовой политики Н. Х. Бунге и И. А. Вышнеградского). Старого Профессора (псевд.). СПб.: Тип. Правительствующего сената, 1895.*
- Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России XIX — начала XX века. СПб.: Изд. дом СПб. гос. ун-та, 2006.*
- Юбилейный сборник Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел. СПб., 1913.*
- Ясин Е., Григорьев Л., Кузнецов О., Данилов Ю., Косыгина А. Инвестиционный климат в России // Общество и экономика. 2006. № 5. С. 3–56.*
- Barkai H. The Macro-economics of Tsarist Russia in the Industrialization Era: Monetary Developments, the Balance of Payments, and the Gold Standard // Journal of Economic History. 1973. Vol. 33. N 2. P. 339–371.*
- Crisp O. Reviewed Work: Sergei Witte and the Industrialization of Russia by Theodore H. Von Laue // Soviet Studies. 1964. Vol. 16. N 1. P. 90–94.*
- Etzel B. J. Webster's New World Finance and Investment Dictionary. John Wiley, 2003.*
- A Financial Survey // The Investor Monthly Manual. 1917. Vol. XLVII. N 12 (December). P. 637–645. The International Center for Finance at the Yale School of Management. Historical Financial Research Data. London Stock Exchange: Investor's Monthly Manual Project, 1869–1929 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://icf.som.yale.edu/imm/pdfdownload.php> (дата обращения 10.09.2010).*
- Fitch Sovereign Ratings. Rating Methodology [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fitchratings.com.bo/Upload/methodology.pdf> (дата обращения 17.01.2010).*
- Fogel R. W. Railroads and American Economic Growth: Essays in Econometric History. Baltimore: John Hopkins Press, 1964.*
- Gerschenkron A. The Rate of Growth in Russia: The Rate of Industrial Growth in Russia, Since 1885 // Journal of Economic History. 1947. Vol. 7. Supplement. P. 144–174.*
- Gerschenkron A. Russia: Patterns and Problems of Economic Development, 1861–1958 // Economic Backwardness in Historical Perspective. Cambridge, MA, 1966. P. 119–151.*
- Goldsmith R. The Economic Growth of Tsarist Russia, 1860–1913 // Economic Development and Cultural Change. 1961. Vol. 9. N 3. P. 441–475.*
- Gregory P. Economic Growth and Structural Change in Tsarist Russia: A Case of Modern Growth // Soviet Studies. 1972. Vol. 23. N 3. P. 224–231.*
- Gregory P. Russian National Income, 1885–1913. N. Y.: Cambridge University Press, 1982.*

- Gregory P. R. The Role of the State in Promoting Economic Development: The Russian Case and its General Implications // *Patterns of European Industrialization. The Nineteenth Century* / Eds. R. Sylla, G. Toniolo. London; N. Y.: Routledge, 1991. P. 64–79.
- Gregory P., Sailors J. Russian Monetary Policy and Industrialization, 1861–1913 // *The Journal of Economic History*. 1976. Vol. 36. N 4. P. 836–351.
- International Country Risk Methodology* // The PRS Group [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx#PolRiskRating](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx#PolRiskRating) (дата обращения 17.01.2010).
- Kahan A. Government Policies and the Industrialization of Russia // *The Journal of Economic History*. 1967. Vol. 27. N 4. P. 460–477.
- Kelly W. J. Railroad Development and Market Integration in Tsarist Russia: Evidence on Oil Products and Grain // *The Journal of Economic History*. 1976. Vol. 36. N 4. P. 908–916.
- Kirchner W. Russian Tariffs and Foreign Industries before 1914: The German Entrepreneur's Perspective // *The Journal of Economic History*. 1981. Vol. 41. N 2. P. 361–379.
- Laue T. H. von. Sergei Witte and the Industrialization of Russia. N. Y.: Columbia University Press, 1963.
- Maddison A. *Economic Growth in Japan and the USSR*. N. Y.: W. W. Norton, 1969.
- Metzer J. Railroad Development and Market Integration: The Case of Tsarist Russia // *The Journal of Economic History*. 1974. Vol. 34. No. 3. P. 529–550.
- Metzer J. Railroad in Tsarist Russia: Direct Gains and Implications // *Explorations in Economic History*. 1976. Vol. 13. N 1. P. 185–111.
- Principles of Country Risk Assessment* // Business Environment Risk Intelligence (BERI) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.beri.com/sup\\_brs\\_50.asp](http://www.beri.com/sup_brs_50.asp) (дата обращения 17.01.2010).
- Productivity and Investment Climate Survey (PICS): Implementation Manual*. 2003. The International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank Group [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://siteresources.worldbank.org/INT/PSD/Resources/336195-1092412588749/pics\\_manual.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INT/PSD/Resources/336195-1092412588749/pics_manual.pdf) (дата обращения 03.02.2009).
- Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a Time of Debt // *American Economic Review*. 2010. Vol. 100. N 2. P. 573–578.
- Smith W., Hallward-Driemeier M. Understanding the Investment Climate // *Finance and Development*. 2005. Vol. 42. N 1. P. 40–43.
- Sovereign Bond Rating Methodology* // Moody's Global. 2008. Available online at: <http://www.moody.com> (требуется регистрация) (дата обращения 10.04.2010).
- Stobaugh R. B. How to Analyze Foreign Investment Climates // *Harvard Business Review*. 1969. N 5 (Sept./Oct.). P. 100–108.
- Shiells C. R. Foreign Direct Investments and the Investment Climate in the CIS Countries. IMF Policy Discussion Paper. European II Department. PDP/03/5. Washington: International Monetary Fund, 2003.
- Wychanski A. Le revenu nationale en Pologne au XVIe siècle. Premiers résultats // *Annales: Economies, Sociétés, Civilisation*. 1971. N 1. P. 105–113.



Сферы, факторы и показатели инвестиционного климата страны согласно методикам ведущих рейтинговых агентств\*

Сферы	Факторы	Показатели	Агентства	
1	2	3	4	
Экономическая сфера			Fitch, Moody's, ICRG, SnP, BERI	
	<i>Экономический рост</i>		Fitch, Moody's, ICRG, SnP	
		Номинальный и реальный ВВП	Fitch	
		Номинальный и реальный ВВП	Fitch	
		Темпы роста ВВП	Fitch, ICRG	
		Темпы роста ВВП	Fitch	
		ВВП на душу населения	Fitch, Moody's, ICRG, SnP	
		Уровень безработицы	Fitch, ICRG	
		Потребительские расходы на душу населения	Fitch	
		Темпы роста потребительских расходов	Fitch	
		Потребительское доверие	ICRG	
		Средняя почасовая оплата труда	Fitch	
		<i>Финансовая устойчивость</i>		Fitch, Moody's, ICRG, SnP
		Отношение импорта к ВВП	Fitch	
		Отношение экспорта к ВВП	Fitch	
		Отношение баланса счета текущих операций к ВВП	ICRG	
		Отношение баланса счета текущих операций к экспорту	ICRG	
		Отношение процентных платежей по внешнему долгу к государственным доходам	Moody's	
		Отношение чистого внешнего долга к поступлениям по счету текущих операций	SnP	
		Отношение внешнего долга к экспорту	Fitch, Moody's, ICRG	
		Отношение госдолга к ВВП	SnP	
		Отношение госдолга к государственным доходам	Moody's	
		Отношение внешнего долга к ВВП	Fitch, ICRG	

## Продолжение прил. 1

1	2	3	4
		Величина ЗВР (в процентах от дефицита текущих статей платежного баланса)	Moody's, SnP
		Отношение баланса счета текущих операций к поступлениям по счету текущих операций	SnP
		Отношение ЗВР к импорту	Fitch, Moody's, ICRG
	<i>Инфляция</i>		Fitch, ICRG, SnP
		Индекс потребительских цен	Fitch, ICRG, SnP
		Темпы роста денежной массы	Fitch
		Дефлятор ВВП	Fitch
	<i>Налогово-бюджетная политика</i>		Fitch, ICRG, SnP
		Ставка налогообложения	SnP
		Отношение налоговых поступлений к ВВП	Fitch
		Отношение дефицита госбюджета к ВВП	Fitch, ICRG, SnP
		Баланс госбюджета	SnP
		Темпы роста государственных расходов	Fitch
	<i>Степень диверсификации национальной экономики</i>		Moody's
	<i>Уровень инновационного развития</i>		Moody's
	<i>Внешнеэкономическая политика</i>		Fitch, Moody's, SnP
		Степень интегрированности страны в экономические и торговые зоны	Fitch, Moody's
		Торговая политика	Fitch, Moody's
		Политика в отношении иностранных инвестиций	Fitch
	<i>Финансовые институты</i>		SnP
		Независимость деятельности Центробанка	SnP
		Устойчивость банковского сектора	SnP
	<i>Денежно-кредитная политика</i>		Fitch, ICRG, SnP, PICS
		Размер базовой процентной ставки (ставки рефинансирования)	Fitch, PICS

1	2	3	4
		Эффективность инструментов денежно-кредитной политики	SnP
		Требования к размеру обязательных резервов коммерческих банков	Fitch
		Емкость рынков капитала	SnP
		Стабильность национальной валюты	Fitch, ICRG
<b>Политическая сфера</b>			<b>Fitch, Moody's, ICRG, SnP, PICS, BERI</b>
		<i>Устойчивость политических институтов</i>	Fitch, Moody's, ICRG, SnP, PICS
		<i>Угроза внешнего конфликта</i>	Fitch, Moody's, ICRG, SnP
		<i>Угроза внутреннего конфликта</i>	Fitch, Moody's, ICRG, SnP
		<i>Развитость демократии</i>	ICRG, SnP
		<i>Качество бюрократического аппарата</i>	ICRG
<b>Социальная сфера</b>			<b>Fitch, Moody's, SnP, PICS, BERI</b>
		<i>Человеческий капитал</i>	Moody's, PICS
		<i>Образование</i>	Fitch, Moody's
		<i>Демографические факторы</i>	Fitch
		<i>Здравоохранение</i>	Fitch, PICS
		<i>Уровень преступности</i>	PICS
		<i>Социальная напряженность</i>	Fitch, PICS, SnP
<b>Правовая сфера</b>			<b>Fitch, Moody's, PICS, SnP</b>
		<i>Качество судебной власти</i>	PICS
		<i>Гарантии прав собственности</i>	Moody's, SnP
<b>Инфраструктура</b>			<b>Fitch, PICS</b>
		<i>Обеспеченность электроэнергией</i>	PICS
		<i>Водоснабжение</i>	PICS
		<i>Транспортная инфраструктура</i>	Fitch, PICS
		<i>Телефонизация</i>	Fitch, PICS

Составлено по: [Кредитные рейтинги; Principles of Country...; Fitch Sovereign Ratings...; Sovereign Bond Rating...; Productivity and Investment Climate Survey..., 2003; International Country...].

Примечание. \* В таблице приводятся показатели лишь по тем факторам, которые актуальны с точки зрения цели настоящего исследования.

## Исходные данные

Переменная	Среднегодовые значения <sup>а</sup>					
	1885– 1889	1890– 1894	1895– 1899	1900– 1904	1905– 1909	1910– 1913
1	2	3	4	5	6	7
Число российских акционерных компаний, открытых в течение календарного года <sup>б</sup>	22 <sup>с</sup>	35	112	62	62	174
Размер капитала российских акционерных компаний, открытых в течение календарного года, млн руб.	25 <sup>с</sup>	33	144	59	61	238
Число иностранных акционерных компаний, открытых в течение календарного года <sup>б</sup>	4 <sup>с</sup>	3	22	18	8	20
Размер капитала иностранных акционерных компаний, открытых в течение календарного года, млн руб.	7 <sup>с</sup>	6	38	31	11	41
Число промышленных заведений в фабрично-заводской промышленности	24 673 <sup>д</sup>	24 684	27 175	21 980	20 978	23 592
Число рабочих в фабрично-заводской промышленности	1 219 182 <sup>д</sup>	1 335 134	1 713 761	2 009 312	2 140 112	2 578 858
Чистый национальный продукт, млн руб.	6760	7461	9380	12 047	13 970	18 498
Личное потребление, млн руб.	5617	6170	7673	9776	11 521	14 695

Окончание прил. 2

1	2	3	4	5	6	7
Доходы государственного бюджета (обыкновенные и чрезвычайные), млн руб.	942	1120	1582	2083	2793	3075
Государственный долг, млн руб.	3146	3071	4526	6434	8224	8975
Процентные платежи по внешнему долгу, млн руб.	138	140	151	162	201	224
Товарооборот, млн руб.	5394	6270	8966	11 543	12 583	16 225
Таможенное обложение, % к цене	28	34	34	34	31	27
Протяженность построенных железных дорог, верст <sup>с</sup> на конец календарного года	932	1012	2751	1810	1222	952
Волатильность рубля по отношению к британскому фунту стерлингов, фунты стерлингов	3,27	4,02	0,23	0,45	0,52	0,38

Примечания. <sup>a</sup> — для переменных, которые измеряются в рублях, размерность указана в текущих рублях; <sup>b</sup> — без учета железнодорожных компаний; <sup>c</sup> — среднегодовые значения за 1886–1889 гг.; <sup>d</sup> — среднегодовые значения за 1887–1889 гг.; <sup>e</sup> — 1 верста = 1,0668 км.

Динамические ряды по данным показателям за 1885–1913 гг. составлены по: [Шепелев, 2006, с. 117, 118, 170, 271, 278] — число российских и иностранных акционерных компаний, открытых в течение календарного года, и размер их капитала; [Кафенгауз, 1994, с. 331–344] — число промышленных заведений и число рабочих в фабрично-заводской промышленности; [Gregory, 1982, p. 58, 59, 97, 98] — ЧНП; личное потребление; процентные платежи по внешнему долгу; [Струмилин, 1925, с. 120] — учетный товарооборот; [Опарин, 1968, с. 124–125] — таможенное обложение, % к цене; [Первушин, 1925, с. 156–157] — прирост железных дорог; [Отчет Государственного контроля..., 1886–1914; Статистический ежегодник..., 1901–1917] — государственные доходы (обыкновенные и чрезвычайные), государственный долг; [Вексельные курсы..., 2005, с. 61–79] — вексельные курсы для расчета волатильности рубля; [Юбилейный сборник..., 1913] — население для расчета ЧНП на душу населения.

Приложение 3

Тест Чоу на наличие структурных разрывов во временном ряду, характеризующем прирост акционерных компаний, открытых в течение календарного года в 1885–1913 гг.

		Предполагаемая точка разрыва		
		1897 г.	1900 г.	1903 г.
Статистические характеристики	Гипотеза	$H_0$ : нет структурного разрыва в 1897 г.	$H_0$ : нет структурного разрыва в 1900 г.	$H_0$ : нет структурного разрыва в 1903 г.
	$SSR_p$	11 362,73	11 362,73	11 362,73
	$SSR_1$	2281,61	2702,66	2361,00
	$SSP_2$	5709,61	5427,50	6972,27
	$N$	27	27	27
	$F$	1,05	0,99	0,54

Приложение 4

F-тест на совместную значимость переменных *Volatility* и *Debt*

$R_{ur}^2$	0,56
$R_r^2$	0,53
$n$	27
$F$	0,75

Примечание. Проверялась гипотеза  $H_0$ : переменные *Volatility* и *Debt* совместно не оказывали влияния на зависимую переменную *StockCo*.

Статья поступила в редакцию 13 июля 2010 г.