Смирнов Артем Валентинович. Государственное регулирование рынка частных ценных бумаг в России, 1890-1914 гг. : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.03 : СПб., 1999 158 c. РГБ ОД, 61:00-8/54-1

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава I. Государственное регулирование акционерного учредительства в России с 1890-х по 1914 гг 9**

1. Динамика акционерного учредительства в 1890-1910-х гг 15

2. Государственное регулирование акционерного учредительства в конце XIX-начале XX вв 40

**Глава II. Рынок частных ценных бумаг в России на рубеже XIX-XX вв 72**

1. Организация российской фондовой биржи в 1890-1914 гг 72

2. Рынок частных ценных бумаг и небиржевые операции с корпоративными фондами 98

Заключение 131

Список использованной литературы 146

* [Динамика акционерного учредительства в 1890-1910-х гг](http://www.dslib.net/istoria-xoziajstva/gosudarstvennoe-regulirovanie-rynka-chastnyh-cennyh-bumag-v-rossii-1890-1914-gg.html#847501)
* [Государственное регулирование акционерного учредительства в конце XIX-начале XX вв](http://www.dslib.net/istoria-xoziajstva/gosudarstvennoe-regulirovanie-rynka-chastnyh-cennyh-bumag-v-rossii-1890-1914-gg.html#847502)
* [Организация российской фондовой биржи в 1890-1914 гг](http://www.dslib.net/istoria-xoziajstva/gosudarstvennoe-regulirovanie-rynka-chastnyh-cennyh-bumag-v-rossii-1890-1914-gg.html#847503)
* [Рынок частных ценных бумаг и небиржевые операции с корпоративными фондами](http://www.dslib.net/istoria-xoziajstva/gosudarstvennoe-regulirovanie-rynka-chastnyh-cennyh-bumag-v-rossii-1890-1914-gg.html#847504)

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В условиях острейшего социально-экономического кризиса и развившегося на его фоне краха фондового рынка особую значимость приобретает изучение обширного опыта обращения частных ценных бумаг в дореволюционной России. Необходимость исследования этой проблематики обуславливается схожестью тенденций развития рынка корпоративных фондов России в начале и конце XX в.: реформами биржевого и акционерного законодательства, проводимыми одновременно с формированием фондового рынка, его тесной связью с государством и сверхмонополизированностью. Рассмотрение эволюции фондового рынка в Российской империи в период 1890-х - 1914 гг. с целью избежать повторения уже сделанных столетие назад ошибок представляется важным для выработки целей и механизмов политики в отношении современных российских частных ценных бумаг. Понимание причин поражения реформаторской политики в отношении акционерных компаний позволит углубить понимание причин специфичности российского фондового рынка на современном этапе и проводить его реформы с большей продуктивностью.

Выбор временного интервала нашего исследования продиктован распространением акционерной формы собственности на значительное число предприятий именно к 1890-м гг. В дальнейшем происходило увеличение популярности акционерной формы собственности и вовлечение все большего числа участников операций с частными ценными бумагами, расширение их оборота на зарубежных фондовых рынках. Ограничение периода исследования 1914 г. обусловлено чрезвычайным характером операций с ценными бумагами в военный период, сопровождавшийся развитием инфляции.

Степень разработанности проблемы. Развитие экономики России во второй половине XIX - начале XX вв. подробно исследовалось в российской историко-экономической литературе. Проблемам пореформенной экономики, промышленного переворота и экономической конъюнктуры указанного периода посвящены труды С.Я.Борового, С.Первушина, П.Г.Рындзюнского, С.Г.Струмилина, К.Н.Тарновского, П.А.Хромова, Н.Ф.Яковлева, В.К.Яцунского. Цели и методы кредитно-финансовой политики, а также деятельность банков рассматривались Б.В.Ананьичем, Ю.В.Пашкусом, Ю.А.Петровым, И.А.Трахтенбергом, Ю.А.Шебалдиным и др. Особое место в разработке данной проблематики принадлежит И.Ф.Гиндину. Формирование финансового капитала и финансово-монополистических групп, а также их взаимодействие с государством исследовались в работах В.И.Бовыкина, А.Н.Боханова, Н.Г.Ванага, Е.С.Варги, П.В.Волобуева, М.П.Вяткина, Е.Л.Грановского, В.С.Дякина, В.Е.Мотылева, В.Я.Лаверычева, Я.И.Лившина, В.В.Мавродина, Ю.Н.Нетесина, С.И.Потолова, А.Л.Сидорова, К.Ф.Шацилло. Процессы акционирования и развития бирж на рубеже XIX-XX вв. анализируют В.И.Бовыкин, А.М.Воловик, В.В.Галкин, СВ.Голубев, Л.И.Зайцева, А.Новиков, А.И.Осадчая, Е.В.Сапи-лов, А.В.Семенков, А.Тихонов, Д.А.Черняев, Н.П.Шанидзе, Л.Е. Шепелев.

Данная тема представлена в трудах экономистов конца XIX -начала XX вв.; так, функционирование биржи и операции с валютой и ценными бумагами изучали И.С.Бак, В.Безобразов, М.И.Боголе-пов, А.А.Васильев, А.Дмитриев, В.С.Зив, И.И.Левин, А.Ф.Макаров, П.П.Мигулин, В.И.Монигетти, В.А.Мукосеев, А.С.Невзоров, И.Сли-озберг, М.С.Студентский, В.Т.Судейкин, А.Г.Тимофеев. Статистические аспекты деятельности акционерных предприятий освещались

в работах Н.К.Голубева, В.А.Дмитриева-Мамонова, П.В.Оля, Н.Е.Пушкина, А.К.Романовского, М.И.Туган-Барановского, а также в источниках Министерства финансов и Министерства торговли и промышленности России. Проблемы биржевого и акционерного права, как в теории, так и на практике активно разрабатывали А.Ф.Волков, А.И.Каминка, В.Максимов, Л.Н.Ниселович, Л.И.Петра-жицкий, А.Познер, И.Тарасов, А.Тигранов, Ю.Д.Филиппов, А.Ю.Финн-Енотаевский.

Вместе с тем в историко-экономической литературе практически отсутствуют работы, целиком посвященные развитию рынка частных ценных бумаг в дореволюционной России. Уникальный опыт операций с корпоративами изучен фрагментарно и не учитывается в современных процессах регулирования фондового рынка.

Цели и задачи исследования. Целью настоящей диссертационной работы является исследование экономического механизма рынка частных ценных бумаг в Российской империи в период с 1890-х гг. по 1914 г. и законодательной базы его функционирования, а также процессов акционерного учредительства как основы формирования полноценного рынка корпоративных фондов.

В соответствии с этой целью были поставлены следующие задачи:

• исследовать процессы акционерного учредительства с 1890 г. по 1914 г. как основу формирования и развития рынка частных ценных бумаг;

• выявить особенности государственного регулирования акционерного учредительства и биржевого законодательства на рубеже XIX-XX вв.;

• изучить организационные основы функционирования рынка частных ценных бумаг в России до первой мировой войны;

• проанализировать развитие в России рынка частных ценных

бумаг и небиржевых операций с корпоративами в период с

1890 г. до 1914 г.

Объект и предмет исследования. Объектом диссертационного исследования является корпоративный сегмент фондового рынка России с 1890-х гг. до начала первой мировой войны. Предметом исследования являются закономерности государственного регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в царской России, а также попытки его реформирования в конце XIX - начале XX вв.

Теоретическая и методологическая основа исследования. При работе над диссертацией были использованы труды отечественных авторов, как современного периода, так и периода, исследованного в диссертации. Обобщена нормативно-правовая и статистическая документация Российской империи периода 1890 - 1914 гг., касающаяся процессов регулирования акционерного учредительства и функционирования рынка частных ценных бумаг. Методологической основой диссертации послужило соединение исторического метода и анализа практических подходов к регулированию акционирования и фондового рынка.

Научная новизна. К числу результатов, определяющих научную новизну диссертационного исследования, можно отнести:

• выделение корпоративного сегмента фондового рынка России в 1890 - 1914 гг. как объекта отдельного исследования;

• анализ проектов реформирования акционерного и биржевого законодательства Российской империи конца XIX - начала XX вв.;

• выявление специфики и недостатков государственного регулирования акционерного учредительства посредством разрешительной системы регистрации уставов и льгот;

• анализ корпоративного сегмента фондового рынка России на рубеже XIX - XX вв. как показателя неэффективности государственного регулирования данной сферы экономики;

• конкретизацию предпосылок биржевого ажиотажа 1894 -1895 гг.;

• исследование онкольных и гарантийных операций банков и их роли в ажиотажно-спекулятивных процессах на российских биржах;

• введение в научный оборот ранее не использованных исторических источников и фактографического материала, касающегося биржевого ажиотажа 1890-х гг., а также экономико-правовой оценки государственного регулирования частных ценных бумаг в период 1890 - 1914 гг.

Теоретическая и практическая значимость работы. Практическая значимость проведенного исторического исследования состоит в том, что его результаты могут быть использованы для дальнейшего изучения и разработки целей и методов приватизации, акционирования и реформ фондового рынка России на современном этапе.

Результаты исследования могут быть использованы в ходе совершенствования преподавания курса экономической истории России, истории русской экономической мысли и спецкурсов, т.к. в нем присутствуют материалы, не представленные до сих пор в современной историко-экономической литературе.

Апробация работы. Основные положения и выводы диссертации обсуждались на заседаниях кафедры истории экономики и экономической мысли, докладывались на научно-практических конференциях в г. Санкт-Петербурге, а также нашли отражение в публикациях. Результаты исследования использованы при проведении

лекционных и семинарских занятий в ходе работы автора на экономическом факультете СПбГУ.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, списка использованной литературы (всего 232 наименования). Объем работы - 158 страниц.

## Динамика акционерного учредительства в 1890-1910-х гг

1890-е гг. были периодом невиданного усиления темпов акционерного учредительства, как составной части экономического подъема. На его пике ежегодный прирост промышленного производства в ведущих отраслях колебался в пределах 12-15%, что было очень значительной величиной18. К концу XIX в. в России действовало примерно 1400 торгово-промышленных компаний с капиталом 1800 млн. руб.19 Важной характеристикой акционерного учредительства 1890-х гг., отличавшей этот его период от прочих, было привлечение мелких капиталов20. Особенностью учредительской горячки 1890-х гг. явилось усиление связи акционерного учредительства с фондовой биржей и коммерческими банками. Последние впервые сильно повлияли на привлечение свободных капиталов в акционерное дело.

Вторая половина 1890-х гг. характеризовалась началом сращивания российских банков с промышленностью. Начали образовываться формы капиталистической организации управления акционерными предприятиями, свойственные финансовому капиталу, такие как «система участий», личная уния руководителей банков и торгово-промышленных обществ. Стало возможным говорить о возникновении сфер интересов крупнейших российских банков в промышленности и на фондовой бирже. К 1900 г. Петербургский Международный банк был заинтересован более чем в 20 предприятиях, а уже упоминавшийся нами Петербургский Учетный и ссудный - почти в 30. Его директор, Я.И.Утин, бывший главный бухгалтер банкирского дома «И.Е.Гинцбург», так же как и сын основателя этого банкирского дома, входил в состав Совета Фондового отдела Санкт-Петербургской биржи21. Значительным участием в акционерных компаниях отличались также такие банки, как Русский для внешней торговли, Русский Торгово-промышленный, Петербургский частный. Параллельно с созданием банковских синдикатов обострялась борьба между банками за участие в отраслях, обслуживавших железнодорожное строительство, металлообработке, добыче и перера-ботке нефти, сахара и т.п.

В период подъема 1890-х гг. в акционерном учредительстве активно участвовали иностранные предприниматели. Однако в основном этот процесс происходил полулегально, что обуславливалось жесточайшими «протекционистскими» мерами правительства, испытывавшего значительное давление черносотенцев. Так, например, иностранным компаниям разрешался выпуск займов без права обеспечения облигаций имуществом компаний в России. Тем самым для них затруднялось размещение облигаций на российском рынке. Иностранные акции не могли обращаться в России. Но с той или иной долей участия иностранного капитала в 1894 - 1898 гг. было образовано 82 торгово-промышленных компании23. Поэтому приводимое в нижеследующей таблице разделение акционерных предприятий на русские и иностранные в значительной мере основано на формальных сведениях, представленных в Министерство финансов. На самом деле российские подданные православного вероисповедания очень часто были подставными лицами, а, следовательно, эфемерно «русской» была и принадлежность капитала.

Как показывает диаграмма 1, начало акционерного учредительства рубежа веков приходится на 1893 г., его всплески - на 1895-96 и 1898 гг., пик - 1899 г., и затем - резкий спад, в дальнейшем перешедший в кризис. За 9 лет число компаний выросло в два с половиной раза, а размер их капиталов вырос втрое (см. Диаграмму 2). Около двух третей учрежденных в рассматриваемый период акционерных компаний начало свои действия.

Как показывают наши расчеты, сделанные на основе диаграммы 1, с началом подъема, в 1893 г. количество учрежденных русских компаний возрастает на 41% по сравнению со средней величиной за предшествующий период. Следующий скачок наблюдается в 1896 г. (увеличение числа учрежденных русских компаний на 38,2 %), и в 1899 г. (38,4%). Затем учредительская горячка также резко спадает (число учреждаемых россиянами компаний уменьшается на 46,9%, т.е. почти наполовину), а к 1901 г. показатель учреждаемых русских компаний уменьшается по сравнению с пиком на 60%, оставаясь ниже этого уровня вплоть до 1909 г. (с незначительными колебаниями в сторону увеличения в 1907 г.).

На наш взгляд, эти явления свидетельствовали о неустойчивости российского капитала, о стремлении не столько к производительной деятельности, сколько к быстрому получению учредительской прибыли и к удачной спекуляции корпоративами новой компании на бирже, о равнодушии к судьбе учреждаемого предприятия. Такой подход к учредительскому делу был обусловлен не только слабостью капиталистических традиций в России.

Мы полагаем, что его также можно объяснить неполнотой и сепаратным характером акционерного законодательства, которое фактически поощряло спекулятивные явления в ущерб реальному производству. Это происходило в результате введения льгот в уста вы регистрируемых компаний, и, следовательно, средства предпринимателей направлялись на их получение, а не на инвестиции, которые не могли дать такой же эффективной отдачи.

Высказанные нами положения, на наш взгляд, подтверждаются нашими расчетами на основании данных диаграммы 1 об учрежденных русских компаниях и акционерных обществах, открывших свои действия. Разница между этими показателями на пике подъема составила 48,9%, тогда как по отношению к 1892 г. составляла 27,3%. Вместе с тем рост этих показателей на высшей точке подъема по отношению к периоду 1886 - 1892 гг. был почти одинаковым: число учрежденных компаний возросло на 89,2%, а число компаний, открывших свои действия - на 84,6%.

В 1893 г. свои действия открыли ровно в два раза больше компаний, чем в среднем за предшествующий период; в 1895 г. их число увеличилось по сравнению с 1894 г. на 43,8%. Но если в 1899 г. рост учрежденных компаний по отношению к предыдущему году составил 38%, то по показателю компаний, открывших свои действия он исчисляется всего 17,3%. Зато спад отразился на реально действующих компаниях сильно - их число с 1899 г. по 1901 г. упало на 60,8%.

## Государственное регулирование акционерного учредительства в конце XIX-начале XX вв

Государственное регулирование образования и деятельности частных торгово-промышленных компаний было направлено как на регламентацию акционерного учредительства, так и на сделки с фондами. Как уже упоминалось выше, организация российского фондового рынка осуществлялась не по инициативе предпринимателей, а «сверху», по указу Петра I от 8 ноября 1723 г. Со второй половины XVIII в. в России стали известны и принципы организации акционерной компании. Однако в общем законодательстве они стали употребляться только в начале XIX в. Одним из первых проявлений этого стал указ Александра I от 1 августа 1805 г. (см. выше с. 10),

провозглашающий ограниченную ответственность как одно из ШЙС Н ных свойств акционерной компании за пятьдесят лет до его победы в такой передовой капиталистической державе, как Великобритания. Там меры по разрешению компаний с ограниченной ответственностью были предприняты лишь в 1856-1857 гг. Манифест от 1 января 1807 г. «О дарованных купечеству новых выгодах, отличиях, преимуществах и новых способах к распространению и усилению торговых предприятий»45 устанавливал два вида купеческих товариществ (или торговых домов), действовавших на основе особых договоров между «товарищами»: товарищество полное и товарищество на вере. Как отмечалось выше (см. с. 10 -11), этот манифест законодательно обосновывал виды акционерных обществ и регламентировал процедуру их возникновения. Таким образом в России была принята разрешительная система организации акционерной компании, царский указ об образовании которой имел силу сепаратного законодательного акта.

Манифест от 1 января 1807 г. следующие тридцать лет был основным документом, регламентирующим государственное регулирование акционерного процесса. Только в начале 1830-х гг. были конкретизированы виды капиталистических предприятий: товарищества полные, товарищества на вере, и «товарищества по участкам или компании». Область их деятельности расширялась, но разрешение на таковую по-прежнему являлось прерогативой царя. Акционерный закон от 6 декабря 1836 г. провел различие между акционерными обществами и паевыми товариществами46. Последние были весьма распространены и являлись промежуточной формой между товариществом и акционерной компанией.

Закон 1836 г. был фактически основным документом, регламентировавшим процессы акционерного учредительства в XIX в.

Сделки с ценными бумагами акционерных компаний и государственными фондами до конца XIX в. проводились по правилам товарных контрактов. В период подъема 1890-х гг. пробелы как в биржевом, так и в акционерном законодательстве стали существенным препятствием для промышленного развития страны. Разработка механизма регулирования деятельности акционерных компаний велась в обоих направлениях. В данной части диссертационного исследования мы рассмотрим проекты, разрабатывавшиеся в различных правительственных ведомствах по поводу акционерного учредительства. В следующей главе мы рассмотрим результат деятельности правительства в этой области в его взаимосвязи с разработкой биржевого законодательства.

Министерство финансов наряду с реформой биржевого законодательства готовило и акционерную реформу. Эта задача была поставлена еще в начале ноября 1894 г. С.Ю.Витте. Только завершив законопроект о биржах, комиссия под руководством П.П.Цитовича, члена Совета Министра финансов, могла вплотную приступить к разработке акционерной реформы. На этой стадии разработки в состав комиссии от Министерства финансов входили чины Департамента торговли и мануфактур, Департамента железнодорожных дел, Общей канцелярии Министра финансов, Особенной Канцелярии по кредитной части. Другие министерства были представлены чинами Министерства юстиции, внутренних дел, земледелия, государственных имуществ и путей сообщения. Российские предприниматели «делегировали» в состав комиссии посланников десяти биржевых комитетов, шести акционерных коммерческих банков, двенадцати отраслей промышленности. Были в комиссии и экономисты-теоретики. Сам председатель являлся видным специалистом в области биржевого и акционерного права47.

В 1896 г. комиссия П.П.Цитовича представила предварительный проект «Положения об акционерных предприятиях», основанный на явочной системе учредительства. В мае 1897 г. на имя СЮ. Витте поступила докладная записка от нескольких крупных петербургских промышленников. В ней были высказаны пожелания относительно реформы акционерного законодательства, заключавшиеся в следующем. Подчеркивалась чрезмерная бюрократизация при регистрации акционерных обществ и необходимость облегчения этой процедуры. Органом регистрации акционерных компаний российские предприниматели предлагали сделать нотариальные учреждения. Они возражали против создания централизованной структуры с апелляционными функциями, требуя их передачи судебным органам на местах. Карательные положения предлагалось вывести в общее уголовное законодательство, за рамки коммерческого права. Наконец, промышленники настаивали на возможности консультаций с разработчиками проекта при его окончательной доработке.

В январе 1898 г. для выработки окончательного варианта законопроекта собрался редакционный комитет Комиссии, в который вошли П.П.Цитович как председатель, юрисконсульт Министерства финансов, представитель Департамента торговли и мануфактур, вице-председатель правления Петербургского Учетного и Ссудного Банка Я.И.Утин, председатель Правления Петербургско-Тульского поземельного банка А.Ф.Масловский, юрисконсульт Петербургского Частного Коммерческого банка Б.Б.Дорн. В марте 1898 г. редакционный комитет закончил работу, представив на суд С.Ю.Витте готовый проект акционерного законодательства.

## Организация российской фондовой биржи в 1890-1914 гг

Биржевая торговля в России, несмотря на значительную территориальную распространенность, была значительно более отсталой, нежели западная. Если число процентных бумаг, котирующихся на Лондонской бирже, достигало 2 500, на Берлинской - 1 200, на Парижской - 820, то на самой крупной бирже России, - Санкт-Петербургской, - их число в начале промышленного подъема 1890-х гг. не превышало 229 \ В начале следующего промышленного подъема официальная котировка российской столичной биржи включала 550 ценных бумаг различного наименования (включая государственные), тогда как, например, на Парижской бирже их котировалось до 15 тысяч 2. Если Лондонская, Парижская, Берлинская, Амстердамская биржи имели всемирное значение и аккумулировали капиталы со всего мира, то Санкт-Петербургская биржа, несмотря на увеличивающееся значение ее фондовой торговли для России, оставалась финансовым центром местного значения.

Более того, русские биржи были не только и не столько рыночными институтами. Они также являлись и органом представительства интересов предпринимателей перед правительством. Однако, в условиях значительной зависимости фондового рынка от создавшего его правительства эта функция выполнялась неудовлетворительно. А.А.Васильев даже утверждал, что организация Санкт-Петербургской биржи и ее Фондового отдела «чисто правительственная и при том в такой степени подчиненности, что о сколько-нибудь самостоятельном финансово-экономическом ее значении говорить не приходится. При таких условиях и официально игра на бирже, да и все ее операции могут вестись только в определенном направлении, так как наша биржа лишена возможности создавать (курсив наш - А.С.) положение денежного рынка, - она может только лишь отражать [его], да и то с ... оговорками и ограничениями»4.

Что же касается регламентации сделок с ценными бумагами, то до конца XIX в. они осуществлялись по тем же правилам, что и торговля товарами, и происходили на товарных биржах. Сделки с фондами осуществлялись на 7 биржах Российской Империи (общее их число составляло 21): Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Одесской, Харьковской и Рижской. На Петербургской бирже обращалось наибольшее число частных ценных бумаг, и их курсы принимались другими биржами за основу. Одновременно корпоративы, котируемые на Петербургской бирже, обращались как на перечисленных внутрироссийских биржах, так и на Парижской, Берлинской, Брюссельской, Лондонской, Амстердамской, а также на провинциальных биржах Бельгии, Германии и Франции.

Второе место по обороту акций и облигаций после Санкт-Петербургской биржи занимала Московская. На ней обращались в основном бумаги, уже находившиеся на петербургском фондовом рынке; акций, котирующихся только в Москве, на этой бирже в 1913 г. насчитывалось лишь 12. Это были ценные бумаги местных акционерных предприятий, носивших семейный характер, «так что в действительности обороты с ними случайны».

Зато Варшавская биржа котировала в основном местные частные ценные бумаги: из всех котировавшихся на ней акций на сумму 213,94 млн. руб., принадлежавших 73 предприятиям, ценные бумаги только 4 фирм на сумму 46 млн. руб. не относились к местным, однако руководители этих фирм поддерживали тесные деловые отношения с предпринимателями данного региона6.

Большое представительство на бирже ценных бумаг местных фирм также было характерно для Риги. Однако оно не так сильно, как в Варшаве, превышало объемы корпоративов, обращавшихся в Петербурге. Акций прибалтийских компаний было 13, их сумма - 16,6 млн. руб. Фирм, представлявших свои ценные бумаги, как в Риге, так и в столице, было 7; сумма их акций составляла 45,9 млн. руб., превышая, таким образом, суммарный объем местных акционерных капиталов, но уступая им в количестве представляемых компаний. Облигации 3 частных торгово-промышленных предприятий на сумму 3,4 млн. руб. составляли ничтожную величину от объема, а, главное, суммы - 9 575,4 млн. руб., государственных ценных бумаг, обращавшихся на Рижской бирже7.

На Харьковской бирже в основном котировались частные ценные бумаги каменноугольных, сахарных, металлургических заводов и банков, имеющих деловые интересы и предприятия на юге России. В отличие от Варшавской биржи, харьковские ценности обращались и на других биржах страны, а также за рубежом. Исключение составляли только паи сахарных заводов в сумме 7,99 млн. руб. Всего в котировке Харь ковской биржи находились акции и паи 26 фирм на сумму 230,29 млн. руб.8 Облигации на Харьковской бирже были представлены либо государственными займами, либо закладными листами, однако их сумма превышала суммы частных ценных бумаг почти в 19 раз.

На Одесской бирже приоритет принадлежал облигациям, основную массу которых составляли государственные займы и закладные листы. По объемам их оборота Одесская биржа находилась на четвертом месте в империи, уступая лишь Петербургу, Москве и Риге. 10 частных акционерных предприятий котировали на Одесской бирже ценных бумаг на сумму 17,2 млн. руб., однако в отличие от других региональных ценных бумаг, одесские котировались и на других биржах, в том числе и столичной9.

## Рынок частных ценных бумаг и небиржевые операции с корпоративными фондами

В I главе мы провели анализ основных закономерностей государственного регулирования акционерного учредительства 1890-х - 1914 гг. В предыдущем параграфе были исследованы основные организационные изменения и нормативные акты, регулировавшие фондовый рынок России. Данная часть нашего исследования посвящена подтверждению выделенных нами ранее основных закономерностей функционирования российского рынка частных ценных бумаг с точки зрения происходивших на нем событий.

Прежде всего, мы рассмотрим основные факторы, приведшие, на фоне учредительской горячки 1890-х гг., к биржевому ажиотажу. Одним из этих факторов стал выкуп в казну акций железнодорожных компаний. В период с 1881 г. до 1892 г. было огосударствлено 14 компаний, а за два года, сопровождавшихся учредительской горячкой (1893 95) - еще столько же42. Схема выкупа выглядела следующим образом. Акции железных дорог могли быть проданы государству, либо обменены на 4-процентные государственные облигации. Этот доход был ниже, чем дивиденды по другим ценным бумагам того периода (см. диаграмму 3 в 1 главы 1). Поэтому как владельцы свободного капитала, образовавшегося после продажи акций железных дорог, так и лица, не удовлетворившиеся доходом государственных ценных бумаг, выбросили эти деньги на биржу с целью покупки более доходных частных акций. Как отмечает современник биржевого ажиотажа, это изменение сферы вложений не сопровождалось какими-либо затруднениями для бывших акционеров43.

Важным результатом этой конверсии явилось расширение круга держателей ценных бумаг в целом. В него вошли мелкие собственники капитала, до сих пор не принимавшие участия в операциях с корпора-тивами. Эти мелкие инвесторы привлекались на рынок ценных бумаг стабильностью государственных ценных бумаг. Наиболее консервативные вкладчики предпочли их, несмотря на понизившийся по отношению к частным фондам процент. Многие новые фондодержатели решили начать игру с частными ценными бумагами, увлеченные их большей доходностью. Это обстоятельство обусловило дальнейшее улучшение общественного мнения по отношению к ценным бумагам в целом, поощрявшего игру с ними.

Другим фактором, обусловившим доступ свободных капиталов акционеров на фондовый рынок и в значительной мере стимулировавшим его развитие, было проведение конверсии государственных и частных гарантированных правительством займов44. Проценты по этим

займам в течение 1888-1890-х гг. были понижены с 5% до 4% (т.е. до величины, приближенной к европейской)45. Это отвлекло от них деньги вкладчиков, и они устремились на рынок частных корпоративов. В 1891-1892 гг. были также понижены проценты по закладным листам земельных банков с 6% - 5% до 4 - 3,5% 4б. Владельцы этих фондов, также недовольные их доходностью, вложили средства от их продажи в более прибыльные частные ценные бумаги, прежде всего воспользовавшись биржевыми структурами и посредничеством банков.

Благоприятные условия для расширения рынка ценных бумаг были также созданы благодаря введению золотого стандарта. Его принятие способствовало привлечению в страну иностранного капитала, в том числе в акционерной форме. Как отмечал М.И.Туган-Барановский, «денежная реформа, проведенная с таким успехом г.Витте, в огромной мере облегчила приток иностранных капиталов в Россию». Большая часть иностранных инвестиций была размещена в империи именно после 1894 г.47 Несмотря на половинчатую и непоследовательную политику правительства, вынужденного делать уступки националистическим выпадам, и принимать ограничительные законопроекты (см. выше 2 главы 1), иностранные инвестиции расширялись. Как показано в 1 главы 1, за период подъема капиталы иностранных компаний, открывшихся в указанный период в России, возросли более чем в 10 раз (см. диаграмму 2 1 гл. 1).

Как отмечал официальный печатный орган Министерства финансов, «только благодаря устойчивости валюты иностранные капиталисты, ограничивавшиеся до того времени почти исключительно приобретением одних правительственных или гарантированных правительст вом займов, дававших им точно определенный и всегда реализуемый в любой валюте доход, стали обращать свою деятельность на учреждение более прибыльных, но недоступных при прежней неустойчивости курса акционерных промышленных предприятий»48.

Борьба, предпринятая Министерством финансов против спекуляции на кредитные рубли на Берлинской бирже и сопровождавшаяся введением особой пошлины на вывоз кредитных рублей, привела к переносу средств биржевых спекулянтов с валютных сделок на сделки с корпоративами49, что увеличило капиталы, направляемые как в биржевую, так и в небиржевую торговлю частными ценными бумагами.

Наконец, благодаря Министерству финансов и Комитету Министров в целом получила дальнейшее распространение практика сепаратного акционерного законодательства. Наряду с несомненными отрицательными последствиями, ее целью был фактический обход или смягчение жестких положений общего законодательства, прежде всего в части ограничений на учреждение и деятельность акционерных предприятий по национальному признаку, что сильно сдерживало инвестиции иностранных предпринимателей. Несмотря на все препоны, акционерное предпринимательство в России развивалось быстрыми темпами.

Конверсия государственных займов как мера стимулирования фондового рынка и денежная реформа, усилившая финансовую систему России, протекционистская таможенная политика явились одной из самых крупных заслуг Министерства финансов.