

3320/91  
6-89

3320/91  
6-89

# БИРЖА

и

# БИРЖЕВЫЯ ОПЕРАЦИИ

31055

Власія Судейкина.

~~120608~~

нр. 96 09

Фе нал . ГИ  
им. М. В. Ломоносова  
в г. Ульяновске  
Научная библиотека

С.-ПЕТЕРБУРГЪ.

Типографія Сѣвернаго Телеграфнаго Агентства. Почтамтская, д. 20.

1892.

**Проверка  
1953**

Проверка  
1950 г

---

Дозволено Цензурою. Спб., 12-го мая 1892 года.

---

# ОГЛАВЛЕНІЕ.

	Стр.
<b>I. Значеніе биржъ.</b>	
§ 1. Опредѣленіе биржи . . . . .	1
§ 2. Историческій очеркъ развитія биржъ . . . . .	—
§ 3. Экономическое значеніе биржъ . . . . .	8
§ 4. Право посѣщенія биржи и дѣятели биржи . . . . .	11
§ 5. Котировка биржевыхъ цѣнностей и недостатки котировокъ на русскихъ биржахъ . . . . .	16
§ 6. Организациа биржеваго управленія, биржевой комитетъ и его значеніе . . . . .	22
<b>II. Объекты биржевыхъ сдѣлокъ.</b>	
§ 7. Предметы, служащіе объектами биржевыхъ сдѣлокъ . . . . .	30
§ 8. Товарная биржа . . . . .	31
§ 9. Курсовая биржа . . . . .	35
§ 10. Фондовая биржа . . . . .	39
§ 11. Историческій очеркъ торговли процентными бумагами въ европейскихъ государствахъ . . . . .	41
§ 12. Дѣленіе обращающихся на биржѣ бумагъ . . . . .	44
§ 13. Допущеніе процентныхъ бумагъ къ котировкѣ . . . . .	46
§ 14. Причины, вліяющія на биржевую цѣну процентныхъ бумагъ . . . . .	49
§ 15. Отличіе русскихъ биржъ отъ иностранныхъ . . . . .	61
§ 16. Статистическій очеркъ . . . . .	64
<b>III. Виды биржевыхъ сдѣлокъ.</b>	
§ 17. Формы биржевыхъ сдѣлокъ и ихъ юридическій характеръ . . . . .	66

	Стр.
§ 18. I. Сдѣлки на наличныя . . . . .	68
§ 19. II. а) Сдѣлки на срочкѣ. Наше законодательство. б) Твердыя сдѣлки съ каждодневнымъ востребованіемъ. 2) Сдѣлки съ преміей. б) Стелляжъ или двойная сдѣлка съ преміей. с) Сдѣлки кратныя. 3) Репортъ и депортъ. 4) Сдѣлка на разность. Игра на кредитныя рубли . . . . .	70
§ 20. Разница между русскими и иностранными биржами .	91
§ 21. Разборъ доводовъ, приводимыхъ противъ биржи и биржевыхъ операцій . . . . .	93
§ 22. Биржевая игра . . . . .	99
§ 23. Дѣйствующее законодательство о биржахъ . . . .	101
§ 24. Общій выводъ о дѣйствующемъ законодательствѣ .	103
§ 25. Сенатская практика по вопросу о срочныхъ операціяхъ . . . . .	104

**IV. Заключение.**

§ 26. Государственное и экономическое значеніе биржъ .	105
§ 27. Мѣры къ поднятію значенія русскихъ биржъ . . .	107

## БИРЖА И БИРЖЕВЫЯ ОПЕРАЦИИ.

### I.

Въ XIX вѣкѣ биржи получили огромное значеніе. Въ извѣстной степени онѣ являются термометромъ политическаго и экономическаго положенія дѣль во всемъ мірѣ, вслѣдствіе чего биржевые бюллетени жадно читаются массою публики и въ нихъ нерѣдко ищутъ разгадки положенія политической жизни страны. Это явленіе новое, старому міру совершенно неизвѣстное. Подобная роль биржъ объясняется тѣмъ, что на нихъ не только устанавливаются, опредѣляются оптовыя цѣны товаровъ, но и тѣмъ, что тамъ обращаются милліарды цѣнностей и результаты сдѣлокъ передаются съ лихорадочною поспѣшностью во все концы государствъ всего міра. Благодаря же чуткости биржъ ко всякимъ перемѣнамъ, цѣны нерѣдко подвергаются рѣзкимъ колебаніямъ, вслѣдствіе чего одни уходятъ съ биржъ обогащенными, другіе помимо потери имущества нравственно и физически исковерканными.

Въ виду важности экономическаго, политическаго и финансоваго значенія биржъ попытаемся разсмотрѣть— что такое биржа, въ чемъ заключается ея экономическая дѣятельность, а также и опредѣлимъ юридическій и этический характеры биржевыхъ операций.

§ 1. Биржа представляет собою не только мѣсто, гдѣ сходятся въ опредѣленные часы, торгующія лица для совершенія торговыхъ сдѣлокъ, но и учрежденіе съ опредѣленной обычаемъ или закономъ организаціею. Нашъ законодатель опредѣляетъ биржу слѣдующимъ образомъ: биржи суть сборныя мѣста, или собранія приподлежащихъ къ торговому классу лицъ, для взаимныхъ по торговлѣ сношеній и сдѣлокъ (XI т. 2 ч. 591 ст.). Такъ какъ существованіе биржъ вызывается потребностями экономической и финансовой жизни, то въ настоящее время постепенно возникаютъ биржи во всѣхъ городахъ, имѣющихъ болѣе или менѣе важное торгово-промышленное значеніе.

§ 2. Историческій очеркъ возникновенія и развитія биржъ въ европейскихъ государствахъ. Биржи возникли давно. По мнѣнію нѣкоторыхъ писателей коммерціалистовъ онѣ существовали въ періодъ Римской имперіи подъ названіемъ *collegium mercatorum*, но едва ли по организаціи и задачамъ подобнаго рода собранія можно уподобить современной биржѣ. Не подлежитъ, однако сомнѣнію, что своимъ возникновеніемъ, въ концѣ среднихъ вѣковъ биржи обязаны гильдіямъ и сложились подъ дѣйствіемъ торговыхъ обычаевъ <sup>1)</sup>. Въ западной Европѣ впервые биржи появились въ XIII в. въ городѣ Брюггѣ, (1531 г.) Антверпенѣ, (1556 г.) Лондонѣ, (1558 г.) Гамбургѣ, (1608 г.) Амстердамѣ, (1724 г. <sup>2)</sup> Парижѣ и въ (1771) Вѣнѣ. Повидимому потребность въ

<sup>1)</sup> Handbuch des deutschen Handels-See-und Wechselrecht. Die Börsengeschäfte Grünhut 2 стр.

<sup>2)</sup> Courtois Traité élémentaire des opérations de bourse et de change 5—6 стр. во Франціи соединенія купцовъ относятся къ царствованію Филипа Красиваго (1304 г.) Законное признаніе биржа получила въ Парижѣ въ 1724 г.; въ періодъ 1793—1795 г. въ Парижѣ и въ другихъ городахъ Франціи биржи были закрыты.

биржахъ была большая, потому что онѣ быстро распространились въ главнѣйшихъ центрахъ европейской торговли, являясь первоначально мѣстомъ, гдѣ ежедневно въ определенные часы сходились торгующіе для совершенія торговыхъ оборотовъ.

Благодаря существованію подобныхъ мѣсть торгующимъ предоставляется возможность близкаго ознакомленія съ дѣлами и характеромъ лицъ, ведущихъ торговлю. Такимъ образомъ постепенно выработалась болѣе или мѣнѣе однородная организація биржъ, являющихся органами самоуправленія и дѣйствующими на основаніи разрѣшенія подлежащей власти (въ большинствѣ государствъ требуется утвержденіе министра).

Само собою разумѣется при отсталости нашего отечества въ области хозяйственной и вообще торгово-промышленной жизни отъ западной Европы у насъ не было благопріятныхъ условій для самопроизвольнаго возникновенія подобнаго рода учрежденій, получившихъ издавна прочную организацію на западѣ Европы.

У насъ онѣ возникли вслѣдствіе правительственнаго почина. Первое начало устройству биржъ положено Петромъ Великимъ, который, ознакомившись съ ними во время заграничнаго путешествія, считалъ необходимымъ предоставить торгующимъ возможность сходиться для совершенія сдѣлокъ въ указанномъ мѣстѣ въ опредѣленное время — въ Петербургѣ между 11 и 1 часомъ. Первоначально начертанный кругъ дѣятельности Петербургской биржи постепенно подвергался незначительнымъ впрочемъ измѣненіямъ, касавшимся преимущественно времени посѣщенія биржи и опредѣленію обязанностей маклеровъ, диспашеровъ и т. д.

Въ 1816 году для Петербургской биржи было выстроено особое зданіе и передано купечеству, сдѣ-

лавшемуся такимъ образомъ собственникомъ этого зда-  
нія.

Условія нашей жизни въ XIX вѣкѣ при сильной регламентаціи правительства, ничтожной самодѣятельностью торгующаго купечества и мѣстномъ характерѣ торговли мало благопріятствовали успѣшному развитію биржъ, такъ что до шестидесятыхъ годовъ, когда весь строй народнаго хозяйства подвергся коренной ломкѣ, вслѣдствіе освобожденія крестьянъ отъ крѣпостной зависимости, биржъ кромѣ петербургской, московской, кременчугской, рыбинской, одесской и нижегородской не возникло. Только съ открытіемъ частныхъ кредитныхъ учрежденій и выпусками огромнаго количества государственныхъ, частныхъ займовъ и % бумагъ у насъ постепенно стали возникать биржи. Въ настоящее время онѣ находятся въ слѣдующихъ городахъ: (1832) Петербургъ, (1837)<sup>3)</sup> Москвѣ, (1842) Рыбинскѣ, (1848) Одессѣ и Нижнемъ-Новгородѣ, (1864) Иркутскѣ, (1865) Одессѣ и Кіевѣ, (1866) Тулѣ, Казани и Ригѣ, (1867) Ростовѣ на Дону, (1868) Харьковѣ, (1869) Самарѣ, (1870) Астраханѣ, Саратовѣ, (1872) Ревелѣ, Варшавѣ, (1874) Перновѣ, (1877) Орлѣ, (1880) Н. Новгородѣ, (1886) Баку, Николаевѣ, (1888) Таганрогѣ и Ельцѣ. Изъ сдѣланнаго очерка видно, что дѣйствительная потребность въ учрежденіи биржъ явилась только въ шестидесятыхъ годахъ и совпала съ общимъ развитіемъ нашей экономической жизни. Болѣе крупныя биржи находятся въ портовыхъ городахъ, въ Москвѣ, остальные имѣютъ только исключительно мѣстное значеніе для товарныхъ сдѣлокъ; на нѣкоторыхъ производятся также и сдѣлки по покупкѣ и продажѣ фондовъ. При первоначальномъ возникнове-

<sup>3)</sup> Годы помѣченныя въ скобкахъ обозначаютъ годы утвержденія уставовъ.

ни биржъ для каждой изъ нихъ былъ составляемъ примѣнительно къ особенностямъ данной мѣстности особый уставъ и такимъ образомъ, нормальнаго устава биржъ у насъ до сихъ поръ нѣтъ, да едва-ли представляется въ этомъ необходимость. Сравнительно съ другими государствами развитіе биржъ идетъ въ нашемъ отечествѣ медленно: во Франціи ихъ 68, а у насъ только 25. Столь медленное развитіе подобнаго рода торговыхъ учреждений отражается на ходѣ нашей торгово-промышленной жизни, внося большую разницу въ цѣны на товары и укрѣпляя отсутствіе гласности въ области нашей хозяйственной жизни. Независимо отъ этого отсутствіе биржъ задерживаетъ широкое обращеніе внутри Россіи государственныхъ процентныхъ бумагъ—къ чему особенно должны быть направлены всѣ усилія финансоваго управленія.

Не смотря на крупное значеніе биржъ въ области хозяйственной жизни онѣ долгое время не привлекали къ себѣ ни малѣйшаго вниманія. До какой степени наше общество, за исключеніемъ небольшой группы заинтересованныхъ лицъ, мало интересовалось биржею и биржевыми операціями показываетъ простой фактъ: биржевые бюллетени печатались весьма долгое время только въ „Коммерческой Газетѣ“, и то два раза въ недѣлю. Теперь же съ конца шестидесятыхъ годовъ онѣ печатаются каждодневно во всѣхъ большихъ газетахъ—къ изумленію нѣкоторымъ исключеніемъ является „Правительственный Вѣстникъ“, выписываемый во всѣхъ правительственныхъ учрежденіяхъ—онъ печатаетъ только официальные курсы два раза въ недѣлю. Понятно поэтому, что въ теченіи продолжительнаго времени у насъ совершенно ничего не было извѣстно о биржѣ и биржевыхъ операціяхъ. Самое „названіе ажіотеромъ человѣка употре-

бляющаго всевозможныя хитрости, чтобы поднять или спустить цѣну акцій у насъ существуетъ только въ лексиконахъ»<sup>4)</sup>. Но это совершенно измѣнилось съ открытіемъ сѣти желѣзныхъ дорогъ и кредитныхъ учрежденій: хотя нашъ денежный рынокъ былъ до такой степени слабъ, что не могъ поглотить выпущенныхъ государственныхъ и частныхъ займовъ, тѣмъ не менѣе спекулятивная горячка успѣла обуять нѣкоторую долю нашего общества и петербургская биржа, шедшая во главѣ этого движенія, успѣла испытать съ того времени нѣсколько тяжелыхъ моментовъ.

Первый биржевой крахъ произошолъ на фондовой биржѣ Петербурга въ 1869 году, когда дѣйствовала такъ называемая Демутова негласная биржа.

Наши биржи, возникшія много позже другихъ европейскихъ биржъ находятся сравнительно съ ними въ худшемъ положеніи, такъ какъ за отсутствіемъ хорошей организаціи кредитныхъ учрежденій иностранцы захватили массу русскихъ цѣнностей. Поэтому понятно почему на нашихъ биржахъ отражаются всѣ колебанія европейскихъ биржъ—отъ которыхъ мы находимся въ сильной зависимости благодаря массѣ русскихъ % бумагъ, обращающихся за границую. А такъ какъ всякое колебаніе отражается угнетающимъ образомъ на вексельномъ курсѣ и на фондовой биржѣ, а слѣдовательно на кредитѣ государства и на всемъ народномъ хозяйствѣ, то по этому необходимо обратить особенное вниманіе на освобожденіе Россіи отъ экономическаго гнета иностранныхъ биржъ. Хотя это представляетъ значительныя трудности, тѣмъ не менѣе при соблюденіи извѣстныхъ условій все-таки возможно.

<sup>4)</sup> Отечеств. Записки 1855 г. іюнь 128 стр.

Помимо закономъ признанныхъ биржъ существуютъ такъ называемыя негласныя биржи (Winkelbörsen) на которыхъ совершаются предварительныя сдѣлки. Въ Парижѣ таковыя совершаются въ кафе Tortoni и въ пассажѣ Панорама. Такія же негласныя биржи существовали и у насъ въ Петербургѣ, а еще ранѣе въ Москвѣ<sup>5)</sup>. Негласныя биржи оказываютъ вредное вліяніе, втягивая массу лицъ въ биржевую игру. Поэтому биржевыя сдѣлки, заключенныя внѣ указаннаго мѣста и времени, законодательствомъ не признаются даже въ томъ случаѣ если бы онѣ были совершены въ зданіи биржи, но внѣ узаконеннаго времени. Подобныя собранія не имѣя никакого юридическаго значенія, заслуживаютъ лишь интересъ съ бытовой и экономической точки зрѣнія.

На биржахъ совершаются сдѣлки относительно столь разнообразныхъ предметовъ, имѣющихъ притомъ крупнѣйшее экономическое значеніе, что явилась потребность въ особомъ раздѣленіи биржъ. Такъ напр., лондонская биржа дѣлится на товарную (royal exchange), фондовую (stock exchange), хлѣбную (corn exchange), угольную (coal exchange) и т. д. Лондонъ даже имѣетъ не одну хлѣбную биржу, а пять изъ коихъ каждая имѣетъ свои особенности<sup>6)</sup>.

Наши русскія биржи какъ по характеру, такъ и по роду своей дѣятельности и по оборотамъ далеко уступаютъ главнѣйшимъ биржамъ западно-европейскихъ государствъ. Это неудивительно, такъ какъ въ западно-европейскихъ государствахъ биржи появились нѣскольکو столѣтій тому назадъ и, будучи вызваны потребностями жизни, прочно укрѣпили обычай, облегающіе ходъ

<sup>5)</sup> Гаттенбергеръ «Законъ и биржевая спекуляція» 226 стр.

<sup>6)</sup> Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 1890 г.—Dr. Carl Fuchs Der englische Getreidehandel und seine Organisation 39 стр.

и развитіе торговыхъ оборотовъ. Между тѣмъ у насъ онѣ возникли сравнительно недавно и поэтому далеко еще отстаютъ по объему ихъ экономической дѣятельности. Несмотря, однако, на это и у насъ уже успѣла обнаружиться спеціализація биржъ такъ напр., въ Рибинскѣ имѣетъ преимущественное значеніе хлѣбная биржа, въ Петербургѣ наиболѣе развиты курсовыя и фондовыя сдѣлки; въ Баку—сдѣлки по покупкѣ и продажѣ нефти, въ Кіевѣ—сахара и т. д. Очевидно мѣстная промышленность придаетъ биржамъ тотъ или иной характеръ.

Вообще въ послѣдніе годы повсемѣстно сознается потребность въ устройствѣ биржъ и въ приданіи имъ соотвѣтствующей нуждамъ торговли организаціи. На это указываетъ простой фактъ: во всѣхъ городахъ, гдѣ развилась только немного торговля, тамъ всюду возникаютъ собранія торгующихъ въ опредѣленное ими самими время. За отсутствіемъ приспособленныхъ для этой цѣли помѣщеній, торгующее купечество собирается въ какихъ либо мѣстахъ напр. въ Царицынѣ на вокзалѣ; въ Ельцѣ же, хотя и существуетъ биржа, но купцы предпочитаютъ совершать дѣла за чайкомъ въ трактирѣ; тоже самое явленіе замѣчается въ такомъ большомъ городѣ какъ Казань. Въ нѣкоторыхъ же городахъ сходятся подъ открытымъ небомъ какъ напр. въ Елисаветградѣ.

§ 3. Экономическое значеніе биржъ. Какъ было указано появленіе и развитіе биржъ вызвано потребностями торгово-промышленной жизни, а именно необходимостью такого центра, въ которомъ бы одновременно сходились торгующіе какъ для полученія необходимыхъ имъ свѣдѣній, такъ равно и для заключенія торговыхъ сдѣлокъ. Такимъ образомъ здѣсь предлагаютъ и спрашиваютъ товары и опредѣляются на нихъ оптовыя цѣны (меньше опредѣленныхъ обычаями количествъ товары на биржѣ

не продаются). Благодаря же биржевымъ бюллетенямъ и телеграфамъ результаты биржевыхъ сдѣлокъ быстро дѣлаются извѣстными не только заинтересованнымъ лицамъ, но и всему населенію. Слѣдовательно на биржѣ концентрируется спросъ и предложеніе товаровъ, <sup>о</sup>/<sub>о</sub> бумагъ и капиталовъ. Отсюда само собою вытекаетъ какое важное экономическое значеніе имѣютъ биржи, облегчая возможность совершенія торговыхъ сдѣлокъ и уравнивая цѣны на товары. Не будь биржъ вѣроятно происходило бы слѣдующее явленіе: въ однихъ мѣстностяхъ находилась бы въ изобиліи товаръ, въ другихъ же его бы не было, послѣдствіемъ чего было бы отсутствіе уравниности товарныхъ цѣнъ къ чему стремится современная торгово-промышленная жизнь. Такимъ образомъ, биржи являются учрежденіями, содѣйствующими обмѣну, а слѣдовательно производству. Независимо отъ крупнаго значенія биржъ для покупки и продажи товаровъ, онѣ приносятъ большую пользу странѣ, облегчая реализацію займовъ для пріобрѣтенія необходимыхъ капиталовъ для современныхъ гигантскихъ промышленныхъ и другихъ предпріятій, поэтому, при существующемъ строѣ народнаго и государственнаго хозяйства, онѣ являются учрежденіями необходимыми. Не смотря, однако, на приносимую ими пользу онѣ вызываютъ—и не безъ основанія, рѣзкій протестъ съ экономической, соціальной и нравственной точки зрѣнія. Не входя въ разсмотрѣніе возраженій съ экономической точки зрѣнія, о чемъ будетъ указано въ послѣдующемъ, мы остановимъ вниманіе на возраженіяхъ съ нравственной точки зрѣнія.

Едва-ли какое экономическое учрежденіе возбуждало въ обществѣ столько непріязни какъ биржа. Благодаря этому люди биржи—биржевики нерѣдко считаются паразитами и самое занятіе биржевыми операціями кажется

чѣмъ то предосудительнымъ. Ввиду чего вполне уместно предложить вопросъ, чѣмъ безнравственна биржа? На биржѣ совершаются торговыя сдѣлки, отличіе коихъ отъ обыденныхъ сдѣлокъ гражданскаго права заключается въ спекуляціи. Сущность же спекуляціи заключается въ стремленіи перепродать товаръ съ барышомъ безъ чего торговля является совершенно немислимою. Въ этомъ стремленіи еще нѣтъ ничего безнравственнаго, такъ какъ на этомъ началѣ зиждется современный экономическій строй. Такъ какъ по мнѣнію коммерціалистовъ безъ спекуляціи т. е. расчета на перепродажу съ барышомъ торговли быть не можетъ, то отсюда само собою вытекаетъ, что спекуляція является однимъ изъ характерныхъ условій торговли и въ частности биржевыхъ сдѣлокъ. Разумѣется, едва ли возможно признавать нравственнымъ всякое стремленіе наживы безъ труда, но на биржѣ таковой трудъ существуетъ. Значитъ, въ этомъ случаѣ не самый фактъ признается безнравственнымъ и противорѣчащимъ началомъ этики, а условія или вѣрнѣе обстановка при которой совершаются сдѣлки. Значитъ, для правильнаго выясненія затронутаго вопроса необходимо анализировать какъ осуществляется покупка или продажа: если для полученія прибылей употребляются предосудительныя приемы въ родѣ распушенія неосновательныхъ слуховъ при помощи-ли отдѣльныхъ лицъ или печати, то въ этомъ случаѣ способъ обогащенія не только не можетъ быть признанъ нравственнымъ но вполне противорѣчащимъ основнымъ началамъ права. Въ подобныхъ случаяхъ виновники подвергаются наказаніямъ. Такіе, однако, случаи всегда имѣли мѣсто въ прошломъ и надо думать будутъ повторяться въ будущемъ. Для иллюстраціи практикуемыхъ приемовъ приведемъ примѣръ паники на Лондонской биржѣ 1813 г. Лордъ Кочранъ, стоя во главѣ партіи

повышателей, подкупили нѣкоторыхъ лицъ разнести вѣсть о побѣдѣ надъ французами и смерти Наполеона. Посланецъ его, подъ видомъ курьера изъ арміи, проѣхавшій въ каретѣ въ Лондонѣ оповѣстилъ о побѣдѣ, вслѣдствіе чего быстро поднялись цѣны на % бумаги и партія выиграла 1 мил. ф. ст., а затѣмъ все это оказалось неправдою. Другой примѣръ — въ 1891 году въ ноябрѣ было вызвано сильное паденіе цѣнъ на % бумаги на Вѣнской биржѣ вслѣдствіе ложно сообщеннаго одною газетою слуха объ опасеніяхъ войны, высказанныхъ будто-бы императоромъ Францъ-Иосифомъ въ разговорѣ съ однимъ депутатомъ. Появленіе подобнаго извѣстія произвело самое угнетающее дѣйствіе на биржу и повлекло многочисленныя потери. Приведенные факты указываютъ на возможность для безчестныхъ людей пользоваться всякими мѣрами для ихъ обогащенія. Далѣе обвиняють биржу на томъ основаніи, что здѣсь играетъ главную роль случай. Такъ ли однако на самомъ дѣлѣ? Биржевикъ руководствуется при совершеніи операцій разными соображеніями о положеніи дѣлъ вообще, даннаго предпріятія въ частности и соотвѣтственно этому комбинируетъ свои операціи. Разумѣется, въ этомъ случаѣ всѣ расчеты могутъ оказаться ложными подъ завлеченіемъ непредвидѣнныхъ обстоятельствъ. Но не то ли же самое происходитъ въ повседневной жизни?

§ 4. Право посѣщенія биржи и ея дѣятели. Право посѣщенія биржъ предоставлено каждому лицу, по уплатѣ имъ входной платы, но совершать на биржѣ сдѣлки могутъ только слѣдующія лица: 1) торгующіе къ какой бы націи они не принадлежали, по уплатѣ торговыхъ пошлинъ. Но не каждое лицо, посѣщающее биржу можетъ совершать всякаго рода биржевыя операціи. Важнѣйшею отраслью биржевыхъ сдѣлокъ покупкою и продажею фондовъ, векселей и золота могутъ заниматься только лица, выб-

равшія свидѣтельство первой гильдіи (разъясненіе правительствующаго сената въ 1885 г.) Этотъ законъ былъ изданъ подъ вліяніемъ фискальныхъ соображеній и, какъ кажется, оказываетъ скорѣе вредное вліяніе по слѣдующимъ соображеніямъ: нѣкоторыя лица прекратили совсѣмъ посѣщеніе пет. биржи, не находя никакой выгоды уплачивать около 1,000 р. налоговъ при неблагопріятныхъ условіяхъ для веденія этой отрасли торговли, другія-же фиктивно зачислились у разныхъ фирмъ въ приказчики и, выбирая приказчиьи свидѣтельства I класса, занимаются покупкою и продажею фондовъ. Благодаря этому съ одной стороны теряетъ казна, съ другой искусственно суживается и безъ того небольшой кругъ лицъ, занимающихся покупкою и продажею % бумагъ. Между тѣмъ ни въ одной странѣ не чувствуется въ такой мѣрѣ потребность расширенія этой операціи какъ у насъ, — гдѣ крайне затруднено собираніе капиталовъ и весьма неразвито знакомство съ биржевыми операціями.

Такъ какъ на биржѣ главнымъ образомъ совершаются оптовыя покупки и продажи, то дѣятелями пет. биржи являются преимущественно оптовые купцы I гильдіи, но помимо ихъ совершаютъ сдѣлки и второгильдейцы, а также посредники въ торговыхъ сдѣлкахъ агенты-сводчики лицъ, желающихъ заключить торговую сдѣлку. На нѣкоторыхъ биржахъ право посѣщенія предоставлено всѣмъ лицамъ, по этому онѣ носятъ всеобщій характеръ (Рыбинская б.). Петербургская биржа отличается отъ другихъ преобладаніемъ оптовыхъ купцовъ. Независимо отъ этого петербургская биржа имѣетъ еще одну особенность, которой кажется нѣтъ нигдѣ (отчасти въ Одессѣ) — это крупное число посѣтителей иностранцевъ. Послѣднее объясняется исторіей нашей торговли, долгое время исключительно находившейся въ рукахъ иностран-

цевъ. Въ настоящее время это положеніе нѣсколько изменилось, хотя и до сихъ поръ нѣкоторые берлинскіе банки держатъ своихъ представителей на петербургской биржѣ, но съ 1885 года петербургское податное присутствіе обратило на нихъ вниманіе и стало стремиться къ болѣе правильному обложенію ихъ дополнительнымъ раскладочнымъ сборомъ и это повлекло ограниченіе ихъ дѣятельности. 2) Посредники при биржевыхъ сдѣлкахъ—маклера. Маклера избираются изъ купцовъ и задача ихъ заключается въ оказаніи услугъ лицамъ, желающимъ совершить биржевую сдѣлку. По уставу петербургской биржи полагается 100 маклеровъ, но это число можетъ быть увеличено по постановленію общаго собранія гласныхъ спб. биржи. Лица, желающія занять должность маклера, подвергаются биржевымъ комитетомъ экзамену. Впрочемъ болѣе важное значеніе для выбора имѣетъ знакомство, такъ какъ избираются маклерами, заручившіеся поддержкою вліятельныхъ людей на биржѣ. Выборъ производятъ гласные биржи при наличномъ составѣ около половины (§ 87, уст. п. б.) Лицо, желающее занять должность маклера, должно удовлетворять слѣдующимъ условіямъ: быть русскимъ подданнымъ, не моложе 30 лѣтъ и при томъ предварительно вести самостоятельно торговлю или быть приказчикомъ. По избраніи въ должность маклера, оно приводится къ присягѣ. Что касается экзамена, то требуется minimum свѣдѣній, какъ это можно усмотрѣть изъ программы испытаній къ которой приложены отвѣты. Маклера посвящаютъ себя спеціальностямъ: одни занимаются фондами, другіе вексельнымъ курсомъ, третьи товарами. При современномъ развитіи торговли и разнообразіи процентныхъ бумагъ и здѣсь является спеціализація такъ напр. на парижской, лондонской биржѣ одни маклера занимаются только рентою, другіе акціями и т. д.

Ввиду предоставляемыхъ маклерамъ важныхъ правъ служить законными посредниками при совершеиіи торговыхъ сдѣлокъ, законодатель опредѣлилъ кругъ ихъ правъ и обязанностей: (84 §) они не имѣютъ права самостоятельнаго торга или промысла, но имъ *не возбраняется* (§ 114) *самостоятельная торговля акціями и фондами*. Последнее нисколько не вяжется съ основнымъ характеромъ дѣятельности маклеровъ, посредничествомъ. Будучи нерѣдко сами заинтересованными въ той или иной % бумагѣ, они далеко не всегда могутъ оказаться безпристрастными при сведеніи сторонъ для заключенія биржевой сдѣлки. Ввиду этого маклера повсемѣстно лишены права самостоятельной торговли: они только посредники, поэтому, если покушчикъ передалъ взамѣнъ товара или % бумагъ деньги маклеру, то онъ не считается выполнившимъ принятое обязательство предъ своимъ контрагентомъ. <sup>7)</sup> Маклеръ только сводитъ, но онъ не отвѣчаетъ и не ручается за контрагента; по этому-то необходимо выбирать маклеровъ съ большою осторожностью. У насъ маклера помимо торговой дѣятельности несутъ рядъ другихъ обязанностей общественнаго характера (107 ст. прил. I къ 592 ст., 645, 656 тор. уст. и 6 ст. питейнаго уст.) Маклеръ какъ таковой, будучи исключительно посредникомъ при заключеніи биржевыхъ сдѣлокъ, выдаетъ сторонамъ, входящимъ въ соглашеніе, маклерскую записку, совершаемую по опредѣленной формѣ и затѣмъ записываетъ сдѣлки въ маклерскія книги, выдаваемые ему департаментомъ мануфактуръ и торговли. Гофъ-маклеръ. Изъ среды маклеровъ министромъ финансовъ избирается гофъ-маклеръ. По его правамъ и обязанностямъ онъ ни чѣмъ не выдѣляется отъ другихъ

<sup>7)</sup> Saling's Börsen-Papiere I Teil 131 стр.

маклеровъ за исключеніемъ того, что онъ входитъ въ составъ биржеваго комитета и на него возлагается обязанность составленія биржевыхъ прейскурантовъ на основаніи котировочныхъ данныхъ. Судя, однако, потому что § 66 устава пет. биржи это возлагается на биржевой комитетъ надо думать, въ этомъ случаѣ гофъ-маклеръ дѣйствуетъ подъ наблюденіемъ комитета. Въ биржевые бюллетени входятъ прейскуранты товарныхъ цѣнъ, котировка вексельныхъ курсовъ и котировка  $\%$  бумагъ. Прежде чѣмъ перейти къ рассмотрѣнію вопроса о котировкахъ остановимъ вниманіе на организациі маклеровъ на другихъ крупныхъ биржахъ. На лондонской биржѣ до 1870 года маклера (broker) находились подъ контролемъ корпораціи купцовъ лондонскаго сити (corporation der City of London) которою они назначались на должность маклеровъ. Вслѣдствіе London Brokers Relief Act 1870 г. они были освобождены отъ взноса обезпеченій (caution), а (въ 1884 г. маклерство сдѣлалось совершенно свободнымъ промысломъ <sup>8)</sup>).

На вѣнской биржѣ маклера утверждаются правительствомъ, если удовлетворяютъ установленнымъ въ законѣ условіямъ. Такимъ же образомъ организованы маклера и на берлинской биржѣ <sup>9)</sup>. Изъ указаннаго сравненія видно, что организациа маклеровъ на нашихъ биржахъ мало отклоняется отъ существующей въ Германіи и Австріи, несравненно болѣе отличительный характеръ носить организациа маклеровъ на парижской биржѣ. гдѣ ихъ число ограничено шестьюдесятью черезъ что создалась монополія, вызывающая въ публикѣ большое неудовольствіе, оправдываемое привилегіями маклеровъ быть исключитель-

<sup>8)</sup> C. I. Fuchs Der englische Getreide handel 29 стр.

<sup>9)</sup> Otto Swoboda Das Bankgeschäft 24 стр.

ными посредниками при совершении биржевых сделок. Назначение маклерами дѣлается по представлению синдикальной камеры, (состоитъ изъ маклеровъ, выбираемыхъ по предложению министра финансовъ). Кандидатъ въ маклера долженъ внести 250 т. фр. обезпеченія, но съ 1862 года допускаются *baillieurs de fonds*, которые участвуютъ въ уплатѣ денегъ за должность <sup>10)</sup>.

Изъ указаннаго сравненія вытекаетъ, что у насъ маклера избираются непременно изъ торгующихъ и вообще лицъ, такъ или иначе посвящающихъ себя торговой дѣятельности; далѣе маклера не представляютъ изъ себя корпораціи съ опредѣленной отвѣтственностью, по этому нѣтъ способовъ принудить ихъ выполнить обязанности и, въ спорныхъ случаяхъ, приходится обращаться въ судъ, что представляетъ значительныя неудобства.

Кромѣ законныхъ или присяжныхъ маклеровъ есть еще незаконные или т. н. „зайцы“ (*Pfusmakler, Böhn-Nasen, Winkelmakler*). Заключаемыя при посредствѣ ихъ биржевыя сделки въ судѣ признаніемъ не пользуются, тѣмъ не менѣе они не рѣдко совершаютъ больше сделокъ на биржѣ, чѣмъ законные маклера, такъ какъ работаютъ энергичнѣе и при томъ взимаютъ комиссію отъ  $\frac{1}{8}$  до  $\frac{1}{64}$ , какъ это бываетъ на петербургской биржѣ. Появленіе зайцевъ видимо вызывается потребностями современной намъ экономической жизни. Присяжные маклера не представляютъ впрочемъ у насъ какой либо особенной группы, они ведутъ дѣла со всѣми.

§ 5. Правильная котировка биржевыхъ цѣнностей имѣетъ весьма крупное значеніе не только для частныхъ лицъ, но для всего народнаго хозяйства: соотвѣтственно дан-

<sup>10)</sup> См. Courtois *Traité élémentaire*, T. Siegfried и G. Lévy. *Du relevement du marché financier français*. Neumark *De l'organisation du marché financiers* 10—11 стр. и др.

31055

нымъ биржевыхъ преискурантовъ оцѣниваютъ имущественное положеніе, а также соображаютъ выгодность или невыгодность дальнѣйшаго держанія тѣхъ или иныхъ % бумагъ и товаровъ; съ другой стороны это важно для разнаго рода юридическихъ актовъ напр. въ случаяхъ оцѣнокъ при оставленіи наслѣдства и т. д. Ввиду столь крупнаго хозяйственнаго и общественнаго значенія котировокъ на всѣхъ европейскихъ биржахъ стремятся вести это дѣло на правильныхъ началахъ и ежедневно публикуютъ биржевые преискуранты. У насъ прежде печатались официальные биржевые котировки два раза въ недѣлю чѣмъ пользовались ловкіе люди и немало получали барышей при разнаго рода поручаемыхъ имъ продажахъ и покупкахъ % бумагъ. Разбирая вопросъ о биржевыхъ котировкахъ, мы оставимъ въ сторонѣ вопросъ о составленіи товарныхъ преискурантовъ, такъ какъ они въ извѣстной степени совершаются такимъ же образомъ какъ и котировка % бумагъ.

Биржевой курсъ % бумагъ выражаетъ собою компромисъ двухъ сторонъ, вступающихъ относительно ихъ въ сдѣлку, поэтому въ котировкѣ заключается предложеніе (продавцы), спросъ (покупатели) и дѣйствительно уплаченная цѣна. При составленіи биржевыхъ котировокъ держатся разныхъ системъ—изложимъ главнѣйшія. Котировка на берлинской биржѣ дѣлится на официальную, неофициальную и частную. Особенность официальной заключается въ томъ, что въ биржевыхъ бюллетеняхъ помѣщается официальный курсъ на основаніи наличныхъ сдѣлокъ (Cassacurse); кромѣ того въ биржевыхъ бюллетеняхъ помѣщаются срочные (ultimo) курсы. Последняго рода котировки съ 1885 года помѣщаются въ официальной таблицѣ маклерами подъ наблюденіемъ биржевыхъ комиссаровъ. Вслѣдствіе обращенія на биржѣ огромной

Финанс. ГУ  
им. М. В. Ломоносова  
в г. Ульяновске  
Частная библиотека

120608

массы  $\frac{0}{0}$  бумагъ, бумаги, число коихъ превышаетъ 1,200 наименованій, являющіеся объектомъ биржевыхъ сдѣлокъ, дѣлятся на 33 группы и по каждой группѣ составляютъ особые списки. Котировка въ Берлинѣ совершается каждодневно за исключеніемъ лишь нѣсколькихъ дней въ году. Совершается она такимъ образомъ: по окончаніи биржи биржевые комиссары и маклера сходятся въ курсовой кабинетъ, гдѣ маклера даютъ указанія по какому курсу и на какую сумму они совершили сдѣлки и на основаніи ихъ устныхъ показаній, а также и данныхъ, извлеченныхъ изъ ихъ записныхъ книжекъ, составляютъ биржевой бюллетень. Какъ на особенность берлинскихъ биржевыхъ бюллетеней въ отличіе отъ нашихъ надо указать, что въ бюллетеняхъ даются данныя, сообщающія болѣе подробныя свѣдѣнія о дѣйствительномъ спросѣ и предложеніи  $\frac{0}{0}$  бумагъ такъ что по нимъ можно судить о дѣйствительномъ положеніи  $\frac{0}{0}$  бумаги на биржѣ<sup>11)</sup>. Процентныя бумаги помѣщаются въ бюллетеняхъ или поштучно или въ  $\frac{0}{0}$ , но при этомъ надо помнить, что въ Германіи, Австріи и Россіи въ биржевую цѣну не входитъ купонъ и по обычаю онъ оплачивается покупателемъ отдѣльно по день покупки.

Котировка на парижской биржѣ совершается маклерами подъ наблюденіемъ одного изъ сочленовъ синдикальной камеры, причемъ ему предоставляется право разслѣдовать когда и съ кѣмъ совершена сдѣлка и по какой цѣнѣ. Въ бюллетеняхъ относительно срочныхъ котировокъ показываются первые и послѣдніе курсы, а также выдающіеся. По закрытіи биржи котировочный комитетъ немедленно выводитъ средній курсъ. Точно также для опредѣленія вексельныхъ курсовъ избирается коммисія изъ четырехъ

<sup>11)</sup> O. Swoboda ibid. 29—30 стр.

членовъ компаніи маклеровъ. Котировка публикуется каждадневно и содержитъ высшій, нисшій и средній курсы, а также (*ceux de la veille*) на срокъ и на наличныя. Кроме того публикуется также (*côte des valeurs en banque ou côte des fossés*) полусофициальная—здѣсь помѣщаются котировочныя курсы на наличныя и срочныя сдѣлки, дѣлаемая кулиссою (негласная биржа). На вѣнской биржѣ помѣщаютъ высшіе и нисшіе курсы и курсъ по которому совершены сдѣлки; въ бюллетеняхъ лондонской биржи помѣчается начальный курсъ (*closing quotations*) и сдѣлано (*business done*).

Такъ какъ вопросъ о биржевыхъ котировкахъ имѣетъ большую важность, то необходимо показать какъ онѣ совершаются у насъ. По торговому уставу (§§ 110 и 66) составленіе котировокъ лежитъ на обязанности гофмаклера, которому (§ 110) биржевые маклера обязаны въ каждый курсовой день давать точныя и вѣрныя свѣдѣнія, необходимыя для составленія прейскурантовъ. По совершеніи сдѣлокъ маклера бросаютъ ярлыки съ указаніемъ цѣны, по которымъ совершена сдѣлка, въ особый ящикъ, находящійся на биржѣ, а по окончаніи биржи члены котировочнаго комитета, избираемаго безсрочно изъ маклеровъ, на основаніи такого рода свѣдѣній составляютъ биржевой бюллетень. Такимъ образомъ составленіе биржевыхъ бюллетеней всецѣло находится въ завѣдываніи маклеровъ—вотъ почему является весьма неудобнымъ законъ, предоставляющій имъ право покупки  $\frac{1}{100}$  бумагъ за ихъ собственный счетъ. Не смотря на это не существуетъ особаго контроля со стороны незаинтересованныхъ лицъ надъ дѣятельностью маклеровъ по составленію котировокъ, имѣющихъ столь важное общественное значеніе.

Между котировками необходимо различать котировку вексельныхъ курсовъ, золота и серебра и  $\frac{1}{100}$  бумагъ.

Между ними заключается довольно существенное различіе. Начнемъ съ котировки <sup>вексельныхъ</sup> курсовъ. По словамъ старожиловъ петербургской биржи прежде стояло дѣло проще: котировали <sup>вексельные</sup> курсы когда на биржу приходилъ баронъ Штиглицъ, въ отсутствіе его котировки не бывало. Теперь же на петербургской биржѣ въ силу биржевыхъ правилъ составляются котировочные прейскуранты въ которыхъ помѣчается средній курсъ, составляемый посредствомъ сложения: берется курсъ высшей и низшей котировки, хотя бы было котировано и нѣсколько промежуточныхъ курсовъ и составляется средній. На такихъ-же началахъ какъ въ Россіи совершается котировка на вѣнской биржѣ. Нерѣдко при неопредѣленности положенія и колебанія курсъ рубля, <sup>вексельный</sup> курсъ составляется такимъ образомъ: опасаясь потерь при продажѣ и покупкѣ фунтовъ стерлинговъ не назначаютъ цѣны, а говорятъ „курсъ по котировкѣ“. Къ концу биржи въ курсовые дни лица, занимающіеся курсомъ окружаютъ гофъ-маклера и тутъ совмѣстно опредѣляютъ курсъ, причемъ обыкновенно приходится входить въ компромисъ съ заинтересованными лицами, стремящимися въ силу разнаго рода соображеній повысить или понизить <sup>вексельный</sup> курсъ.

При этомъ нельзя упускать изъ виду, что котировка <sup>вексельнаго</sup> курса составляется главнымъ образомъ подвліяніемъ иностранныхъ биржъ, всегда колеблющихся курсъ на  $\frac{1}{4}$ — $\frac{1}{2}\%$ . Оффиціальная котировка совершается два раза въ недѣлю (Петербургъ—по вторникамъ и пятницамъ).

Котировка процентныхъ бумагъ совершается болѣе правильно, хотя и здѣсь замѣчается полное отсутствіе твердыхъ и опредѣленныхъ правилъ, которыми бы руководствовался при опредѣленіи цѣнъ котировочный комитетъ. Результатомъ подобнаго порядка являются непра-

вильныя котировки, нерѣдко впрочемъ, отвѣчающія вкусамъ тѣхъ или иныхъ заинтересованныхъ лицъ. По слухамъ бывають такого рода случаи, что заявленія о покупкѣ совершаются во время самой котировки, когда это требуется по какимъ либо соображеніямъ гофъ-маклера или другихъ лицъ. Въ нашихъ котировкахъ помѣчаются только сдѣлки на наличныя.

Приведенныя данныя о способахъ и приѣмахъ составленія котировокъ вполнѣ указываютъ на крупныя недостатки въ постановкѣ этого важнаго дѣла. Во-первыхъ на отсутствіе строго опредѣленныхъ правилъ, которыми бы можно было руководиться при составленіи котировокъ. Вслѣдствіе этого даваемая въ нашихъ котировкахъ свѣдѣнія содержатъ указанія о покупателяхъ, продавцахъ и сдѣлано, но изъ этихъ данныхъ трудно вывести опредѣленныя свѣдѣнія о силѣ существующаго на бумаги запроса.

2) Обязанность составленія и изданія биржевыхъ прејскурантовъ возлагается на гофъ-маклера при содѣйствіи несмѣняемаго котировочнаго комитета. Для того, чтобы послѣдній могъ выполнить надлежащимъ образомъ свою роль, а не былъ бы подчиненъ банкирамъ, необходимо поставить его подъ дѣйствительный контроль, поэтому слѣдовало бы ввести правило о выборѣ членовъ комитета каждагодно.

3) Далѣе крупный недостатокъ нашихъ котировокъ заключается въ томъ, что у насъ оффиціальная курсовая котировка бываетъ только два раза въ недѣлю—это вполнѣ согласовалось съ предшествующимъ строемъ, когда ходила почта всего два раза въ недѣлю. Между тѣмъ съ крупными переменами въ области хозяйственной жизни представляется необходимость въ ежедневныхъ котировкахъ.

Наконецъ, послѣдній недостатокъ заключается въ томъ, что слѣдовало бы помѣчать въ прејскурантахъ отдѣльно

курсъ золота, ассигновокъ, банкирской и экспортной бумаги. Въ дѣйствительности на биржахъ между ними проводится разница, но въ бюллетеняхъ она исчезаетъ благодаря нераздѣльности рубрикъ.

§ 6. Организація биржеваго управленія. Организація управленія имѣетъ весьма важное значеніе, такъ какъ отъ удачной постановки ея въ значительной степени зависитъ ходъ дѣлъ на биржѣ и вообще ею опредѣляется экономическое и государственное значеніе биржъ. Организація биржъ въ европейскихъ государствахъ не одинакова и каждая изъ нихъ имѣетъ свои особенности, находящіяся не только въ зависимости отъ историческихъ, но и отъ мѣстныхъ условій. Ввиду намѣченной нами цѣли исключительно выяснить существующее устройство въ Россіи, организаціи биржъ въ другихъ государствахъ мы будемъ касаться лишь настолько чтобы показать особенности въ устройствѣ русскихъ биржъ и остановимъ исключительное вниманіе на устройствѣ петербургской биржи, такъ какъ она является прототипомъ другихъ учрежденій въ Россіи такого-же рода и въ ряду нашихъ биржъ (какъ фондовая) имѣетъ первенствующее значеніе.

Во главѣ управленія биржи стоитъ общее собраніе гласныхъ и биржевой комитетъ.

а) Общее собраніе гласныхъ и его значеніе. Во главѣ петербургской биржи стоитъ общее собраніе гласныхъ, выбираемыхъ изъ торгующаго на биржѣ купечества по первой гильдіи. Благодаря этому обстоятельству наша биржа носитъ не только торговый, но какъ бы сословный характеръ, котораго, однако, лишены биржи, устроенныя позже петербургской напр. Рыбинская. По уставу (§ 21) число гласныхъ на петербургской биржѣ равняется 80, выбираемыхъ изъ купцовъ какъ русскихъ такъ и иностранцевъ. Въ составъ гласныхъ биржи

избираются исключительно купцы первой гильдіи. Какъ извѣстно это правило вызвало большія нареканія, такъ какъ вслѣдствіе этого въ составъ биржеваго управленія не могутъ входить лица, торгующія по 2 гильдіи. Впрочемъ едва ли этотъ вопросъ заслуживаетъ особаго вниманія, хотя здѣсь по нашему мнѣнію одно важно: путемъ допущенія торгующихъ по 2 гильдіи расширится кругъ лицъ изъ которыхъ можно будетъ сдѣлать выборъ болѣе дѣятельныхъ членовъ биржеваго комитета.

По уставу петербургской биржи количество гласныхъ ограничено 80 лицами впредь до пересмотра устава биржи (§ 21). Гласные дѣлятся на разряды соотвѣтственно видамъ ихъ торга; не считая удобнымъ регламентировать подробности, законодатель предоставляетъ имъ сдѣлать это самимъ. Въ 1875 г. торгующіе были раздѣлены на 7 разрядовъ. Собранія гласныхъ бываютъ общія и частныя (§ 32). Кругъ вѣдомства (§ 30) предоставленный общимъ и частнымъ собраніямъ петербургской биржи широкъ: 1) отъ нихъ зависитъ установленіе опредѣленнаго „порядка биржевыхъ собраній, удобства и правильности биржевыхъ сдѣлокъ“ рѣшеніе вопросовъ, вносимыхъ биржевымъ комитетомъ, назначеніе часовъ биржевыхъ собраній 2) ходатайство предъ правительствомъ о дѣлахъ, касающихся торговли города 3) выборъ биржевой администраціи т. е. членовъ биржеваго комитета 4) распоряженіе суммами, принадлежащими биржевому купечеству и разсмотрѣніе смѣтъ.

Краткій обзоръ круга вѣдомства общаго собранія гласныхъ указываетъ на то, что биржа является самостоятельнымъ учрежденіемъ, дѣйствующимъ въ предѣлахъ указываемыхъ уставомъ. Слѣдовательно биржевое купечество имѣетъ отчасти возможность ввести путемъ обычаевъ въ область торговыхъ сдѣлокъ и биржевыхъ пра-

виль тѣ измѣненія, которыя оно считаетъ необходимыми для наиболѣе успѣшнаго развитія биржевой и торговой дѣятельности.

в) Биржевой комитетъ и его значеніе. Управление дѣлами на биржѣ сосредоточено въ рукахъ биржеваго комитета въ составъ котораго помимо членовъ входитъ гофъ-маклеръ. Для занятія мѣста члена биржеваго комитета не требуется никакихъ другихъ условій кромѣ указаннаго выше—входитъ въ составъ биржеваго купечества. На помощь старшинамъ для веденія письменоводства придано по одному маклеру. Въ составъ биржеваго комитета входятъ: предсѣдатель, гофъ-маклеръ и члены. Членами могутъ быть какъ русскіе, такъ и иностранцы: послѣдніе впрочемъ (§ 45) составляютъ не болѣе  $\frac{1}{3}$  части всего состава. Прежде чѣмъ перейти къ изложенію круга вѣдомства биржеваго комитета, остановимъ вниманіе на устройствѣ соответствующихъ учрежденій на двухъ крупнѣйшихъ биржахъ другихъ европейскихъ государствъ—въ Парижѣ и въ Берлинѣ.

Организація парижской биржи заключается въ слѣдующемъ: тамъ существуетъ синдикальная камера, въ составъ которой входитъ синдикъ, избираемый изъ среды маклеровъ и семь помощниковъ (adjoint). Они имѣютъ не только дисциплинарную власть, но и судебное значеніе такъ какъ въ синдикальную палату обращаются за разрѣшеніемъ всякаго рода столкновеній между маклерами и лицами, вступающими въ сдѣлку. Для этой цѣли существуетъ *chambre de discipline*. Недовольная сторона можетъ обращаться съ жалобой или къ синдикку или же въ судъ. На берлинской же биржѣ заслуживаетъ особаго вниманія *die Schiedsrichterliche kommission von der Sachverständigen*—комиссія свѣдующихъ берлинской—биржи задача коей заключается въ разрѣшеніи возникающихъ на

биржѣ спорныхъ случаевъ, причемъ истецъ имѣетъ право обратиться съ жалобою или въ судъ или въ комиссію. Въ случаѣ пропуска четырехнедѣльнаго срока, онъ теряетъ это право.

Послѣ краткаго указанія на устройство подобнаго рода учрежденій на парижской и берлинской биржахъ, рассмотримъ кругъ дѣятельности петербурскаго биржеваго комитета. Биржевой комитетъ является представителемъ не одной группы торгующихъ, а всего биржеваго купечества и въ качествѣ, такового имѣетъ обширный кругъ дѣятельности, а именно: (§§ 42, 65, 73—75, 80 уст. п. б.) 1) завѣдуетъ зданіемъ биржи и слѣдитъ за порядкомъ на биржѣ 2) производитъ экзаменъ маклерамъ—какъ выше было упомянуто этотъ экзаменъ представляетъ формальность 3) издаетъ торговые обычаи—за исключеніемъ рижскаго б. к. ни одинъ не издалъ—и преискуранты товарныхъ цѣнъ 4) ходатайствуетъ по дѣламъ, касающимся торговли и промышленности. Въ этомъ случаѣ русскіе биржевые комитеты проявляютъ наибольшую дѣятельность, являясь ходатаями по разнымъ торговымъ вопросамъ 5) отвѣчаетъ на запросъ правительственныхъ учреждений 6) слѣдитъ за недопущеніемъ на биржахъ незаконнаго маклерства и 7) биржевому комитету, съ утверженія общаго собранія гласныхъ, представляется установленіе платы за посѣщеніе биржи. Содержаніе биржи, поддержка разнаго рода учрежденій биржеваго общества, веденіе канцеляріи и т. п. требуетъ отъ биржеваго общества нѣкоторыхъ расходовъ, по этому за право посѣщеніе биржи взимается опредѣляемый биржевымъ собраніемъ однородный взносъ со всѣхъ лицъ, посѣщающихъ биржу за исключеніемъ приказчиковъ и довѣренныхъ, платящихъ меньше хозяевъ. Едва-ли, однако, справедливо взимать одну и ту же плату съ представителей банка и какого

нибудь посетителя. Согласно требованіямъ справедливости слѣдовало-бы установить пропорціональный сборъ соотвѣтственно размѣрамъ оборотовъ какъ установлено напр. въ Берлинѣ, гдѣ посетители раздѣлены на 9 классовъ и соотвѣтственно тому къ какому классу отнесены уплачиваютъ сборъ за право посѣщенія. Простой перечень круга вѣдомства биржевыхъ комитетовъ указываетъ на обширный кругъ этого вѣдомства, но въ тоже время изъ самой постановки дѣятельности биржеваго комитета вытекаютъ характерныя недостатки биржеваго устройства въ Россіи — именно отсутствіе достаточной компетенціи въ рѣшеніи споровъ, возникающихъ между торгующими относительно биржевыхъ операцій. Ввиду этого обстоятельства болѣе подробно рассмотримъ юрисдикцію биржеваго комитета.

Биржевой комитетъ по своему характеру является административнымъ органомъ съ точно определеннымъ кругомъ вѣдомства и, въ силу лежащихъ на немъ обязанностей и предоставленныхъ ему правъ, можетъ оказывать значительное вліяніе на посетителей биржи въ спорныхъ по торговлѣ дѣлахъ. Повидимому, онъ обставленъ такъ, что можетъ выполнить болѣе или менѣе удовлетворительно лежащія на немъ функціи. Такъ въ §§ 16 и 42 устава петербургской биржи указываются случаи когда можно обращаться къ биржевому комитету. Во первыхъ жаловатся комитету имѣетъ право потерпѣвшій отъ обиды (§ 16). Кроме того биржевому комитету предоставлено (§ 42 устава) „*посредничество въ спорныхъ по торговлѣ дѣлахъ*“ и наблюденіе „за правильнымъ и законнымъ производствомъ торговли при петербургской биржѣ“. Отсюда очевидно, что биржевой комитетъ можетъ быть только посредникомъ, но едва ли этимъ § предоставляется ему право рѣшенія спорныхъ случаевъ — иначе были-

бы указаны способы приведенія рѣшеній комитета въ исполненіе. Ничего, однако, подобнаго уставъ не заключаетъ. По этому нисколько неудивительно, что къ комитету почти не обращаются, такъ какъ онъ не имѣетъ никакой силы заставить уважать свое рѣшеніе.

Вообще знакомство съ характеромъ дѣятельности нашихъ биржевыхъ комитетовъ приводитъ къ выводу, что наши биржи проявляютъ дѣятельность, когда дѣло заходитъ объ исходатайствованіи отъ правительства льготъ и вообще принятіе мѣръ къ выгодамъ торговли—въ остальномъ же дѣятельность ихъ невидна напр. къ числу важнѣйшихъ вопросовъ принадлежитъ опубликованіе торговыхъ обычаевъ, но до сихъ поръ у насъ ничего не было сдѣлано за исключеніемъ сборниковъ рижскаго биржеваго комитета. Петербургская биржа ограничалась лишь опубликованіемъ въ 1880 и 1883 г. нѣкоторыхъ правилъ, относительно фондовыхъ и товарныхъ сдѣлокъ, вошедшихъ въ практику. Такую же не видную дѣятельность проявляетъ биржевой комитетъ въ борьбѣ съ незаконнымъ маклерствомъ. Ввиду крупнаго налога съ лицъ, занимающихся фондами, нѣкоторые посѣтители предпочитаютъ записываться приказчиками разныхъ фирмъ и въ качествѣ такихъ посѣщаютъ биржу и такимъ образомъ обходятъ законъ. Въ томъ случаѣ биржевой комитетъ проявляетъ слабую дѣятельность. Казалось-бы, что не смотря на отсутствіе широкихъ правъ, при существующемъ даже устройствѣ биржевой комитетъ могъ-бы оказывать правственное вліяніе, но и этого нѣтъ. Поэтому не рѣдко посѣщаютъ биржу и совершаютъ на ней операціи лица, неимѣющія правъ. Для устраненія такихъ порядковъ, а еще болѣе для удобствъ торговли было бы желательно ввести въ составъ биржеваго управленія арбитражный комитетъ, который въ случаяхъ обращенія къ нему рѣшалъ бы

спорные случаи. При устройствѣ учрежденія съ такими правами, совершающіе операціи на биржѣ получаютъ полную возможность въ спорныхъ случаяхъ обратиться къ суду не формальному, дешевому и скорому. Въ случаяхъ же недоверія или другихъ соображеній торгующій имѣетъ право обратиться въ коммерческой судъ. Въ настоящее время подобнаго рода суды имѣютъ не маловажное значеніе на берлинской, парижской и на др. биржахъ. Въ самомъ дѣлѣ допустимъ иностранный торговый домъ при посредствѣ агента купилъ какой нибудь товаръ напр. хлѣбъ. Получивши онъ убѣдился, что товаръ неудовлетворительнаго качества, что ему остается? жаловаться суду—хлопотливо и дорого. Совсѣмъ иное дѣло арбитражному комитету. Было-бы несравнено практичнѣе предоставить рѣшеніе спорныхъ случаевъ биржевому комитету или другому учрежденію такого-же рода, какъ это практикуется на берлинской и на друг. биржахъ <sup>12)</sup>. На необходимость устройства подобнаго учрежденія указываютъ заявленія лицъ, посѣщающихъ биржу, особенно настойчиво требуется подобное учрежденіе для товарныхъ биржъ. Пока поchinъ этому дѣлу въ данъ Туркестанѣ гдѣ устроенъ арбитражный комитетъ (официально принятый терминъ) для улаженія спорныхъ случаевъ по торговлѣ хлопкомъ.

Съ устраненіемъ всѣхъ указанныхъ недостатковъ можно надѣяться, что торговые обороты нашихъ биржъ примутъ болѣе широкое развитіе, такъ какъ лучшее устройство биржевой юрисдикціи будетъ гарантировать большее доверіе къ выполненію сторонами принятыхъ обязательствъ.

Предшествующее изложеніе указываетъ на признаніе

<sup>12)</sup> David Cohn Der Getreideterminhandel. 40 стр. на биржѣ Будапешта въ теченіе послѣднихъ пяти лѣтъ 11% спорныхъ дѣлъ были рѣшены управленіемъ биржи. Какимъ образомъ остальные—неизвѣстно.

биржъ органомъ самоуправленія приче́мъ право посѣщенія биржи и соверше́нiе на ней сдѣлокъ представляется лицамъ, платящимъ установленный общимъ собраніемъ гласныхъ сборъ на содержаніе биржи. Точно также биржевыми правилами представляется свободный и легкой доступъ къ занятію маклерскихъ должностей. Законодатель съ большою осторожностью не установилъ ограниченіе ихъ числа, а предоставилъ право въ случаяхъ потребности увеличить количество самимъ биржевымъ собраніямъ. Вообще, хотя законодатель многое предоставилъ общему собранію, однако, за весь періодъ существованія биржъ они въ этомъ случаѣ проявили мало дѣятельности такъ напр. незаконное маклерство существуетъ. Впрочемъ справедливость требуетъ указать, что вести борьбу съ нимъ весьма трудно. Далѣе торговые обычаи не издаются и, несмотря на ощущаемую потребность въ измѣненіи правилъ относительно дѣятельности маклеровъ и устройства учрежденій, содѣйствующихъ успѣшности русской торговли, биржевое управленіе оказало мало заботливости относительно указанныхъ предметовъ. Разумѣется взваливать огуломъ отвѣтственность на биржевые комитеты довольно затруднительно, но все же приходится пожелать, чтобы сами представители биржи вникали въ дѣло больше и проявляли бы больше самодѣятельности чѣмъ до сего времени.

Закончивъ краткій очеркъ организаціи биржи и указавъ на желательность внесенія нѣкоторыхъ перемѣнъ въ наше дѣйствующее законодательство о биржахъ, я останавливаю вниманію на фондовой и курсовой биржѣ ввиду важности и современности вопроса, а за тѣмъ перейду къ изложенію биржевыхъ сдѣлокъ, практикуемыхъ какъ относительно торговли товарами, такъ и % бумагами и ихъ юридическаго и экономическаго характера.

## II

**Объекты биржевыхъ сдѣлокъ.**

§ 7. На биржахъ совершается оптовая продажа товаровъ—розничной торговли здѣсь нѣтъ и по самому существу биржи быть не можетъ. Благодаря одновременному собранію массы заинтересованныхъ лицъ въ одномъ мѣстѣ на биржѣ—гораздо легче получить необходимыя свѣдѣнія не только о мѣстной торговлѣ, но и о торговлѣ всего міра; наконецъ, на биржахъ несравненно болѣе удобно познакомиться съ дѣятельностью разнаго рода лицъ, а это представляетъ возможность знать нравственный обликъ тѣхъ коммерсантовъ, съ которыми приходится имѣть дѣло. Такимъ образомъ благодаря существованію биржъ каждый торгующій получаетъ большую возможность ориентироваться и согласовать свои дѣйствія съ потребностями общества. Объектами биржевыхъ сдѣлокъ являются далеко не все товары, а только нѣкоторые, притомъ удовлетворяющіе наиболѣе важнымъ потребностямъ населенія, какъ-то: хлѣба, хлопокъ, желѣзо, сало, петролеумъ, разнаго рода колоніальные товары; кромѣ того процентные бумаги и векселя. Ввиду разнообразія биржъ, являющихся представителями или отдѣльныхъ хозяйственныхъ районовъ или же всего народнаго хозяйства каждая изъ биржъ имѣетъ свои характерныя особенности: такъ ливерпульская является центромъ торговли хлопкомъ, парицкая керосиномъ, кіевская сахаромъ, одесская хлѣбомъ и т. д. Такимъ образомъ биржи являются учрежденіями, тѣсно связанными съ потребностями экономической жизни; благодаря приноси-

мой ими пользы, онѣ укрѣпились до такой степени, что въ настоящее время являются крупною экономическою силою съ которою приходится считаться не только отдельнымъ лицамъ, но и правительству. Экономическое значеніе биржъ, какъ выяснено въ предыдущемъ, заключается въ томъ, что на нихъ сосредоточивается спросъ и предложеніе товаровъ, капиталовъ и устанавливаются цѣны подъ вліяніемъ закона спроса и предложенія, конкуренціи и другихъ факторовъ о которыхъ будетъ указано въ послѣдующемъ изложеніи.

§ 8. Товарная биржа. Прежде, при отсутствіи огромныхъ государственныхъ займовъ, товарная биржа повсемѣстно имѣла преобладающее значеніе, но въ настоящее время она не играетъ той роли, не смотря на колоссальныя размѣры товарныхъ сдѣлокъ о чемъ большинство публики не имѣетъ никакого понятія.

До появленія сѣти желѣзныхъ дорогъ, учрежденія банковъ и выпуска огромнаго количества всякаго рода  $\%$  бумагъ въ Россіи какъ и въ другихъ государствахъ товарная биржа имѣла исключительное значеніе. На биржахъ совершалась покупка и продажа хлѣба разныхъ сортовъ, сала, пеньки, масла и т. д. Соотвѣтственно преобладавшему характеру товарной торговли сложилось наше дѣйствующее биржевое законодательство: оно исключительно посвящено товарной торговлѣ, отсюда вытекаютъ постановленія о маклерахъ, браковщикахъ, аукціонистахъ, диспашерахъ—другихъ сторонъ биржевой дѣятельности оно не касается. Въ этомъ отношеніи наше законодательство отличается существенными недостатками и неполнотою. Между тѣмъ казалось, при исключительномъ развитіи торговли, законодатель долженъ бы болѣе или менѣе подробно опредѣлить биржевыя сдѣлки, на самомъ дѣлѣ юридическая сторона товарныхъ биржъ въ

законодательствѣ совершенно не разработана <sup>13)</sup>. Потребность же въ этомъ чувствуется большая, такъ какъ торговля сильно развивается. Не смотря, однако, на сильно ощущаемый недостатокъ правилъ, регулирующихъ отношенія между контрагентами, вступающими въ сдѣлки по покупкѣ, продажѣ хлѣба, пеньки, льна и т. п., въ которыхъ бы указывались сорта, время исполненія договора, порядокъ сдачи купленныхъ товаровъ и разрѣшеніе возникающихъ изъ сдѣлокъ споровъ по этимъ предметамъ; правилъ ясныхъ и опредѣленныхъ нѣтъ. Отсутствіе твердыхъ и опредѣленныхъ правилъ, разрѣшающихъ подобнаго рода отношенія, оказываетъ вредное вліяніе на нашу биржевую торговлю. Вслѣдствіе чего приходится слышать неоднократныя жалобы на недоброкачественность отпускаемыхъ товаровъ изъ Россіи напр. на пеньку, хлѣбъ. При существующимъ устройствѣ биржъ, при отсутствіи непосредственно заинтересованныхъ учрежденій въ дѣлѣ, возлагается отвѣтственность за все происходящее въ области торговой жизни на правительство. При введеніи же въ составъ биржъ арбитражныхъ комитетовъ само бы купечество произнесло приговоръ надъ дѣйствіями сочленовъ и такимъ образомъ была бы создана узда противъ торговой недобросовѣстности. Какъ было указано объектами биржевыхъ сдѣлокъ на товарной биржѣ являются не всѣ предметы, а только нѣкоторые какъ то: хлѣбъ разныхъ видовъ, сахаръ, нефть, кофе, хлопокъ, шерсть, потому что они находятся въ большомъ количествѣ и легко могутъ быть доставляемы въ случаяхъ заключенія на нихъ сдѣлокъ и при

<sup>13)</sup> Цитовичъ въ Курсѣ торговаго права 168 стр. утверждаетъ будто товарныя сдѣлки на биржѣ «не представляютъ ничего особеннаго» за исключеніемъ развѣ лишь того, что на биржѣ покупка можетъ быть составлена при содѣйствіи присяжнаго маклера. Мнѣніе съ которымъ едва-ли можно согласиться.

томъ болѣе или менѣе односортны. Наиболѣе, однако, приспособленными для биржевыхъ операцій оказываются товары, качество которыхъ можетъ быть точно опредѣлено, цѣна же подвергается сильнымъ колебаніямъ. Въ самое послѣднее время на нѣкоторыхъ биржахъ указанные предметы какъ то: хлѣбъ на лондонской и кофе на гамбургской сдѣлались объектами особаго вида срочныхъ сдѣлокъ—*Termingeschäfte*. Разумѣется и всѣ другіе предметы потребленія точно также могутъ служить объектами биржевыхъ сдѣлокъ. Что касается до положенія товарной торговли у насъ, то соотвѣтственно особенностямъ нашего хозяйственнаго быта, совершаются крупныя сдѣлки на ярмаркахъ (шерсть напр.), а затѣмъ въ крупныхъ размѣрахъ совершаются покупки и продажи какъ на наличныя такъ и на срокъ не только на биржахъ, но и въ другихъ мѣстахъ. Вообще же предметомъ срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ являются немногіе товары и продаются на срокъ 4—12 мѣсяцевъ. Срочныя сдѣлки на товары въ послѣдніе годы приняли значительные размѣры на лондонской и на другихъ биржахъ <sup>14)</sup>. Первоначально онѣ были примѣнены къ хлѣбной торговлѣ; практиковались, впрочемъ раньше, еще въ пятидесятыхъ годахъ въ Берлинѣ (*D. Kohn. ib. 64 стр.*). Ихъ особенность заключается въ томъ, что онѣ тѣсно связаны съ биржею и регулируются по установленнымъ биржевыми обычаями правиламъ. Ввиду этого на биржахъ для облегченія спекуляціи не рѣдко практикуется правило въ силу котораго лицо, доставившее товаръ худшаго качества, ограничивается уплатою известной суммы, представляющей разность между про-

---

<sup>14)</sup> *Bayerdörfer ibid. 646 стр.*

дажною и биржевою цѣною. Характерная черта товарныхъ биржевыхъ сдѣлокъ на нашихъ биржахъ заключается въ отсутствіи твердо и точно выработанныхъ правилъ, вслѣдствіе чего срочныя сдѣлки въ области нашей торговли не приняли еще такого характера какъ въ другихъ государствахъ, гдѣ благодаря развившимся въ послѣдніе годы сроч. сдѣлк. (Termingeschäfte) совершаются крупныя обороты: при этомъ одинъ и тотъ же товаръ прежде чѣмъ дойдетъ до потребителя проходитъ чрезъ нѣсколько рукъ. Благодаря этому сильно увеличивается обмѣнъ. Примѣромъ такихъ продажъ могутъ служить срочныя операціи на гамбургской биржѣ, гдѣ въ 1887 году было продано 7,242 мѣшковъ кофе въ 1888 году—16,486 тысячъ, 1889—9,488 тысячъ тогда какъ весь урожай не превосходитъ 2—3 мил.<sup>15)</sup>. Очевидно въ подобныхъ случаяхъ товаръ и не передается изъ рукъ въ руки D. Kohn, сочиненіе котораго мы не разъ цитировали, приводитъ статистическія данныя за нѣсколько лѣтъ, указывающія какую роль играютъ на биржахъ сдѣлки на наличныя сравнительно съ срочными.

Этотъ фактъ указываетъ не только на развитіе спекуляціи, но точно также и на живость обмѣна, являющихся однимъ изъ условій развитія правильной торговли.

Биржевая какъ и рыночная цѣна на товары устанавливается подъ дѣйствіемъ самыхъ разнообразныхъ факторовъ въ ряду которыхъ играютъ наиболѣе важную роль спросъ и предложеніе. Въ зависимости отъ ихъ дѣйствія цѣны подвергаются рѣзкимъ колебаніямъ. Примѣромъ таковыхъ могутъ служить цѣны на иностранный хмѣль въ Россіи. Въ 1882 г. хмѣль покупался по 82 р. за пудъ вслѣдствіе неурожая въ Богеміи. Въ 1883 г.

<sup>15)</sup> Bayerdörfer ibid 679 стр.

по 42 р. и въ послѣднее время по 25—30 р., хмѣль же нисшаго качества по 18—20 р. пудъ <sup>16)</sup>. Приведенный примѣръ указываетъ, что спекуляція далеко не такъ вредно дѣйствуетъ какъ многіе думаютъ. Она далеко не всегда идетъ въ разрѣзъ съ интересами потребителей, напротивъ, втягивая много лицъ въ круговоротъ торговли, она развиваетъ потребности и содѣйствуетъ ихъ удовлетворенію самымъ дешевымъ образомъ.

§ 9. Курсовая биржа. Благодаря постояннымъ и обширнымъ торговымъ сношеніямъ съ иностранными государствами объектомъ биржевыхъ сдѣлокъ является монета — золото и серебро, и особенно иностранные векселя. Ввиду этого курсовыя биржевыя сдѣлки имѣютъ огромное значеніе для страны по ихъ вліянію на все народное хозяйство. Въ тѣхъ государствахъ, гдѣ существуетъ металлическое обращеніе, рѣзкихъ колебаній вексельныхъ курсовъ быть не можетъ, такъ какъ по общему ученію экономистовъ, основанному на фактахъ повседневной жизни, видно, что въ случаяхъ невыгоднаго вексельнаго курса всегда будетъ можно обратиться къ непосредственной пересылкѣ мет. денегъ, что обходится около 1—2%. Потери, проистекающія отъ таковыхъ пересылокъ, ничтожны въ сравненіи съ потерями отъ колебанія вексельныхъ курсовъ въ странахъ съ обращеніемъ неразмѣнныхъ бумажныхъ денегъ. При такомъ обращеніи потери достигаютъ громадныхъ размѣровъ. Ввиду колеблемости этого объекта сдѣлокъ, зависящей отъ его природы, онъ даетъ большой поводъ къ спекуляціямъ на колебаніяхъ курса. Неразмѣнные бумажныя деньги, являясь орудіемъ обращенія и расплаты, котируются на биржахъ какъ товаръ и ихъ

<sup>16)</sup> Вѣстникъ Финансовъ. № 22 за 1887 г.

цѣна устанавливается соотвѣтственно положенію вексельныхъ курсовъ. При современныхъ условіяхъ кредита, расплаты по международнымъ платежамъ, возникающимъ изъ торговыхъ и долговыхъ отношеній, совершаются разнообразными способами и приѣмами путемъ напр. посылкѣ чековъ, (въ маловажныхъ расчетахъ) золота, кредитныхъ рублей. Главнѣйшимъ же образомъ для уплаты по расчетамъ высылаютъ не деньги, а векселя, золото же и серебро сравнительно въ рѣдкихъ случаяхъ напр. при займахъ для возстановленія металлическаго обращенія, уплаты долговъ, % и т. д. Ввиду этого на биржахъ совершается главнымъ образомъ покупка и продажа векселей или траттъ. Продають ихъ лица, имѣющія требованія на заграничныхъ покупателей, комиссіонеровъ съ которыми они находятся въ торговыхъ сношеніяхъ. У насъ продають векселя преимущественно въ портовыхъ городахъ: въ Петербургѣ, Одессѣ, Ригѣ, Архангельскѣ и изъ внутреннихъ центровъ—въ Москвѣ.

Въ биржевыхъ преискурантахъ не помѣчаются отдѣльно векселя и экспортныя бумаги, хотя разница между ними есть и заключается въ томъ, что вексель, подписанный хорошимъ и солиднымъ кредитнымъ учрежденіемъ, считается первокласною бумагою и высоко цѣнится на биржахъ. Экспортная бумага тотъ же вексель, въ большинствѣ случаевъ выданный или однимъ лицомъ или фирмою, вслѣдствіе чего подобный вексель, хотя и происходитъ изъ торговли, но не причисляется къ первокласнымъ векселямъ. Въ странахъ съ металлическимъ обращеніемъ цѣна векселей опредѣляется очень просто подъ вліяніемъ закона спроса и предложенія. Максимальное колебаніе не превышаетъ расходовъ, потребныхъ на пересылку металла. Совсѣмъ инымъ образомъ опредѣляется цѣна векселей въ государствахъ съ обращеніемъ нераз-

мѣнныхъ бумажныхъ денегъ какъ напр. нашихъ кредитныхъ рублей. Въ этихъ случаяхъ цѣна векселя на кредитную валюту зависитъ отъ оцѣнки лицъ, покупающихъ векселя. При чемъ они руководствуются размѣрами торговыхъ оборотовъ, потребностями, политическимъ положеніемъ страны, цѣною золота и т. п. причинами.

Самъ по себѣ вексель является наилучшимъ помѣщеніемъ денегъ для лицъ, желающихъ наискорѣйшей и вѣрной реализаціи. Въ этомъ случаѣ помѣщеніе въ векселяхъ представляется болѣе удобнымъ чѣмъ помѣщеніе въ  $\frac{0}{100}$  бумагахъ. Поэтому, гдѣ вексельное обращеніе поставлено правильно, тамъ къ покупкѣ ихъ обращаются сберегательныя кассы и желѣзнодорожныя правленія <sup>16)</sup>. Поэтому на биржахъ обращаются не только векселя, происходящія изъ внутреннихъ торговыхъ сношеній, но еще больше на иностранную валюту.

Въ вопросѣ о покупкѣ и продажѣ векселей на биржѣ есть нѣсколько подробностей, заслуживающихъ вниманія, а именно—срокъ, сумма и валюта на которую пишутся векселя, обращающіеся на биржахъ, а также способъ сдачи купленныхъ векселей. Такъ какъ допущеніе на биржахъ долгосрочныхъ векселей, а равно и сдѣлокъ на мелкія суммы оказывало-бы сильное вліяніе на колебаніе курса биржевыхъ цѣнностей и открывало бы доступъ къ биржѣ лицамъ, мало имущимъ, то въ предупрежденіе этого установлень рядъ правилъ, указанныхъ опытомъ относительно минимальныхъ и максимальныхъ сроковъ, наименьшихъ суммъ, а также и валюты, если дѣло касается векселей. 1) Срокъ. На петербургской биржѣ обращаются векселя, писанные на два срока: на 3 не-

<sup>16)</sup> Siegfried ibid. 216 стр.

дѣли и трехмѣсячные; (въ Варшавѣ 8 дневные и трехнедѣльные).

Что касается до срочныхъ сдѣлокъ на векселя, заключаемая въ Петербургѣ, то здѣсь покупаются трехмѣсячные векселя, но не короче 14 дней, считая отъ дня совершенія курсовой сдѣлки.

2) Количество. Для векселей, обращающихся на биржѣ существуютъ особые минимальные и максимальные размѣры свыше и ниже которыхъ не заявляются суммы въ курсовые дни напр. въ Берлинѣ для Петербурга не ниже 500 и не выше 20 т. марокъ <sup>17)</sup>. Что же касается до нашихъ биржъ, то въ правилахъ петербургской биржи, утвержденныхъ 25 января 1880 г. (§ 4) указано въ случаѣ отсутствія особаго условія на одинъ курсовой день не могутъ быть заявлены суммы болѣе 5 т. ф. ст., 100 т. франковъ, 50 т. голландскихъ гульденовъ, 50 т. марокъ банко, 20 т. прусскихъ талеровъ.

3) Обыкновенно на биржахъ совершаютъ вексельныя сдѣлки на всѣ валюты, но въ Петербургѣ по преимуществу на фунты стерлинговъ каковое обстоятельство находится въ зависимости отъ господствующаго положенія лондонскаго рынка въ ряду всѣхъ другихъ. Это рынокъ, снабжающій капиталомъ весь міръ, поэтому англійская монетная единица—фунтъ стерлинговъ принимается во всемъ мірѣ. Въ текущемъ столѣтіи ни одна биржа еще не рѣшалась оспаривать значенія лондонской биржи. Благодаря основному положенію Англии и отсутствію необходимости содержать большую армію, она выигрываетъ предъ всѣми европейскими государствами. Такъ послѣ погрома 1870 г., вызвавшаго во Франціи господство коммуны—въ Англию перешла масса француз-

<sup>17)</sup> Swoboda. *ibid.* 41 стр.

скихъ капиталовъ вслѣдствіе чего еще болѣе увеличилось значеніе Лондона какъ всемірнаго рынка. Совокупность приведенныхъ фактовъ указываетъ, что эта страна имѣетъ болѣе шансовъ на продолжительное и прочное металлическое обращеніе чѣмъ какое либо другое изъ европейскихъ государствъ. Къ тому же ведя значительныя торговыя сношенія со всѣми государствами, Англія повсемѣстно упрочила обращеніе своихъ векселей и денежной единицы. Вотъ почему на нашихъ биржахъ преимущественно покупаютъ фунты стерлинговъ, а ужъ за тѣмъ переводятъ ихъ на франки и марки.

Сдача купленныхъ траттъ производится или собственными векселями или готовою бумагою (§ 6 правилъ для срочныхъ вексельныхъ сдѣлокъ 1880 г.).

§ 10. Фондовая биржа. Въ настоящее время самое важное значеніе по размѣрамъ оборотовъ имѣетъ фондовая биржа. Обороты ея такъ велики, что когда говорятъ о биржевыхъ операціяхъ, то подъ ними разумѣются фондовые сдѣлки. Развитіе фондовыхъ сдѣлокъ явилось слѣдствіемъ огромнаго выпуска государственныхъ и общественныхъ займовъ. Благодаря выпускамъ какъ государствами такъ и частными обществами  $\frac{1}{2}$  бумагъ на небольшія суммы въ настоящее время представляется возможность покупать ихъ людямъ съ ограниченными средствами, черезъ что расширился кругъ лицъ, имѣющихъ бумаги. Подобное расширеніе оборота  $\frac{1}{2}$  бумагами выработало огромный классъ людей, спеціально занимающихся покупкою и продажею фондовъ. Такимъ образомъ, при современныхъ условіяхъ нашей торгово-промышленной жизни, постепенно вырабатывается раздѣленіе биржи на товарную, курсовую и фондовую. Подобная же спеціализація замѣчается среди биржевыхъ посредниковъ—маклеровъ: одни изъ нихъ занимаютъ векселями,

другіе—фондами, третьи—товарами. Какъ было указано нѣкоторыя биржи имѣютъ преимущественно значеніе фондовыхъ биржъ и на нихъ главнымъ объектомъ сдѣлокъ являются  $\%$  бумаги, не только выпущенныя въ предѣлахъ того государства, гдѣ находится биржа, но и всѣхъ другихъ странъ.

Прежде какъ въ западно-европейскихъ государствахъ, такъ и у насъ деньги отдавались въ банки, теперь же владѣлецъ денегъ стремится помѣстить ихъ наиблаготворительнѣйшимъ образомъ или въ какомъ нибудь предпріятіи—торговлѣ, фабричной промышленности или же въ процентныхъ бумагахъ. Каждый видъ помѣщеній имѣетъ свои выгодныя и невыгодныя стороны. Въ нѣкоторыхъ случаяхъ помѣщеніе въ промышленныхъ предпріятіяхъ трудно достижимо и является рискованнымъ, вслѣдствіе чего болѣе удобно помѣщать капиталы въ  $\%$  бумагахъ. Послѣдній видъ помѣщеній при современныхъ условіяхъ производства и обмѣна представляетъ хорошія и дурныя стороны. Съ одной стороны  $\%$  бумаги всегда подъ рукой и ими можно дѣлать обороты; съ другой же стороны, курсовая цѣна  $\%$  бумагъ нерѣдко подвергается большимъ колебаніямъ подъ вліяніемъ самыхъ разнообразныхъ условій, вслѣдствіе чего всегда возможно потерять часть капитала. Впрочемъ подобнымъ колебаніямъ подверженъ каждый видъ товаровъ, хотя между размѣрами колебанія тѣхъ и другихъ существуетъ крупная разница о которой — было упомянуто выше. Теперь же мы исключительно ограничимся разсмотрѣніемъ условій, оказывающихъ вліяніе на большую или меньшую устойчивость курса  $\%$  бумагъ разныхъ видовъ и формъ. Вопросъ о торговлѣ  $\%$  бумагами представляетъ не только частный интересъ, но и имѣетъ крупное государственное и политическое значеніе: свободный и легкій переходъ  $\%$  бумагъ

изъ одной страны въ другую даетъ возможность одной странѣ вліять гибельнымъ образомъ на курсъ  $\%$  бумагъ другой. Благодаря этому  $\%$  бумаги явились предметомъ самой необузданной спекуляціи, обогащающей однихъ и розоряющей другихъ.

§ 11. Очеркъ торговли  $\%$  бумагами въ европейскихъ государствахъ и въ нашемъ отечествѣ и условія, отличающія движеніе  $\%$  бумагъ у насъ и въ другихъ государствахъ. Сравнительно съ другими европейскими государствами торговля  $\%$  бумагами въ нашемъ отечествѣ не достигла равныхъ размѣровъ по многимъ условіямъ политической и общественной жизни нашего отечества. Во первыхъ сильное вліяніе оказали обстоятельства экономической жизни: наши государственные займы до половины XIX вѣка, главнымъ образомъ, совершались за границею такъ какъ ни въ одной странѣ такъ поздно не были устроены кредитныя учрежденія и нигдѣ къ этому не дѣлалось столько препятствій со стороны министерства финансовъ какъ у насъ. Къ внутреннимъ займамъ стали прибѣгать у насъ въ тридцатыхъ годахъ; предпринимавшіеся раньше въ этомъ направленіи попытки успѣха не имѣли. При томъ самымъ крупнымъ по суммѣ займомъ были билеты государственнаго казначейства, которыхъ во время управленія министерствомъ гр. Канкринъ было выпущено до 214 м. р. Для облегченія обращенія имъ придали денежную форму, такъ что они принимались въ казначействахъ какъ наличныя деньги. Прославленный министръ финансовъ гр. Е. Ф. Канкринъ, занимавшій столь продолжительное время постъ министра съ 1823—1845 г., видимо не понималъ необходимости устройства сберегательныхъ учрежденій, какъ объ этомъ можно судить изъ дѣлъ, поднятыхъ въ началѣ сороковыхъ годовъ объ учрежденіи мѣстъ для приѣма сбереженій. Быть

можетъ даже, что онъ, какъ человѣкъ до крайности самолюбивый и упорный, выражалъ этому дѣлу столь мало сочувствія благодаря тому, что проэктъ объ ихъ устройствѣ происходилъ не отъ него, а отъ другаго вѣдомства. Фактъ относительно поздняго и плохаго устройства сберегательныхъ учрежденій въ нашемъ отечествѣ имѣетъ огромное значеніе не только для нашей экономической жизни, но и для финансоваго управленія.

Мы придаемъ чрезвычайно важное значеніе этому вопросу. Не странно-ли—повсемѣстно въ Европѣ стремились всеми способами къ развитію сбереженій въ народѣ, а у насъ главнымъ противникомъ сбереженій явился министръ финансовъ, какъ это видно изъ дѣлъ (см. Арх. Г. С. по Д. Эк. 4 сентября 1841 г. „Объ учрежденіи сберегательныхъ кассъ!“) Вотъ что возражалъ на представленный по этому вопросу проэктъ министръ финансовъ: учредить таковыя кассы, какъ предполагаетъ Кушелевъ-Безбородко, „оказывается неудобно-исполнимымъ, ибо въ оныхъ не предвидится ни возможности раздавать въ ссуду поступившіе вклады, ни имѣнія въ готовности достаточной суммы для удовлетворенія вкладчиковъ и правительство не можетъ принять на себя отвѣтственность за нѣсколько сотъ кассъ; разнообразіе процентовъ также неудобно, при томъ же и недостатокъ въ способныхъ чиновникахъ полагаетъ тому преграду. И такъ сберегательныя кассы могутъ быть учреждены въ первый разъ только въ большихъ городахъ, при томъ не отдѣльно, но при другихъ кредитныхъ установленіяхъ, какъ напр. банкахъ, сохранныхъ казнахъ и прик. общ. призрѣнія“. Далѣе относительно учрежденія сберегательныхъ кассъ министръ финансовъ доводитъ до свѣдѣнія государственнаго совѣта (Арх. Госуд. Сов. 30 января 1841 г. № 22), „что въ настоящее время, до

составленія общаго проекта учрежденій сберегательныхъ кассъ въ Россіи, было-бы неудобно приступить къ открытію таковой при петербургскомъ опекунскомъ совѣтѣ“ такъ какъ „можетъ встрѣтиться надобность измѣнить представленный петербургскимъ опекунскимъ совѣтомъ проектъ“.

Послѣдствіемъ подобнаго порядка явилось не принятіе мѣръ къ развитію въ массѣ народа сбереженій, вслѣдствіе чего съ наступленіемъ реформъ въ области народнаго хозяйства, усиленной стройки желѣзныхъ дорогъ приходилось, за отсутствіемъ сбереженій, прибѣгать къ заключенію дорого стоящихъ займовъ въ другихъ государствахъ. Если сравнивать размѣры сбереженій въ нашемъ отечествѣ и въ другихъ европейскихъ государствахъ, то найдемъ крупную разницу: въ Германіи приходится на душу сбереженій только въ мелкихъ сберегательныхъ учрежденіяхъ болѣе 50 мар.; во Франціи около 130 фр., а у насъ по 1 р. 50 к. Сравнительный размѣръ сбереженій, приходящихся на душу населенія у насъ и въ другихъ европейскихъ государствахъ, указываетъ гдѣ была возможность широкаго развитія производительности. Благодаря указанному обстоятельству поименованныя государства не только съумѣли употреблять накопленные капиталы на дальнѣйшее развитіе производства и торговли, но точно также ссужали свои капиталы другимъ государствамъ въ томъ числѣ нашему отечеству. На полученные изъ заграницы капиталы, главнымъ образомъ, построена сѣтъ нашихъ желѣзныхъ дорогъ и не разъ покрывали дефициты. Мы же за все время существованія никому ссудъ не давали и поэтому не можемъ предъявить равныхъ требованій къ другимъ европейскимъ государствамъ вслѣдствіе чего намъ очень трудно парализовать направленную противъ насъ дѣятельность иностранныхъ биржъ.

Указанныя условія содѣйствовали увеличенію значенія иностр. биржъ и нѣкоторыя изъ нихъ, какъ напр. лондонская сдѣлалась денежнымъ центромъ для всего міра. При чемъ произошло такого рода раздѣленіе: лондонская биржа получила преимущественное значеніе для американскихъ государствъ и отчасти для Россіи, главнымъ же рынкомъ для насъ была берлинская биржа и въ самое послѣднее время парижская, такъ какъ во Францію перешли въ большихъ количествахъ русскія  $\%$  бумаги въ теченіе послѣднихъ трехъ лѣтъ. Многіе хотятъ видѣть въ этомъ фактѣ триумфъ русской финансовой политики, мы же полагаемъ, что хотя съ этимъ переходомъ уменьшена наша зависимость отъ берлинской биржи, тѣмъ неменѣе послѣдняя несомнѣнно будетъ имѣть преобладающее значеніе для опредѣленія курса русскаго кредитнаго рубля, влѣдствіе установившихся въ силу естественно-историческихъ условій торговыхъ отношеній между Россіею и Германіею. Слѣдовательно изъ фактовъ нашей долговой зависимости отъ иностранныхъ государствъ вытекаетъ возможность спекуляціи относительно курса кредитнаго рубля и фондовъ. Прежде чѣмъ перейти къ изложенію формъ биржевыхъ операцій остановимъ вниманіе на нѣкоторыхъ вопросахъ, касающихся  $\%$  бумагъ, какъ объекта биржевыхъ сдѣлокъ.

§ 12. Бумаги дѣлятся на процентныя (облигаціи ж. д., закладные листы и т. п.), дивидендныя (акціи) и лотерейныя займы. Первыя по своему содержанію представляютъ обязательства по которымъ уплачиваются опредѣленные  $\%$  (закладные листы земельныхъ банковъ и т. п.); вторыя указываютъ на участіе извѣстнаго лица въ предпріятіи и по нимъ уплачиваются не опредѣленные  $\%$ , а дивиденды размѣръ котораго зависитъ отъ успѣшности хода и при-

быльности даннаго предпріятія. Билеты лотерейныхъ займовъ представляютъ между ними нѣчто среднее: онѣ даютъ опредѣленный % и вмѣстѣ съ тѣмъ надежду на выигрышъ. Такимъ образомъ основной характеръ % бумагъ остается не безъ вліянія на установленіи на нихъ цѣнъ и на періоды колеблмости—повышеніе и паденіе. Несомнѣнно наибольшій поводъ къ спекуляціи даютъ акціи, представляя видимо большую возможность спекулировать на не вполне опредѣленное будущее и на разницу цѣнъ.

По лицу, выпускающему % бумаги, онѣ дѣлятся: на государственныя бумаги и частныхъ обществъ. Несомнѣнно, государственныя отличаются болѣе прочнымъ характеромъ и казалось бы въ этомъ случаѣ трудно ими спекулировать, однако, въ дѣйствительности онѣ являются такимъ же точно предметомъ спекуляціи какъ и всѣ другіе виды бумажныхъ цѣнностей.

Способы изображенія процентныхъ бумагъ въ биржевыхъ прејскурантахъ. Практика выработала особые приемы для изображенія курсовой цѣны процентныхъ бумагъ въ биржевыхъ бюллетеняхъ. Выражается она двояко: въ процентахъ или поштучно. Въ бюллетеняхъ нашей биржи курсовая цѣна акцій опредѣляется поштучно, остальные бумаги въ процентахъ. При покупкѣ и продажѣ % бумагъ необходимо имѣть въ виду, что по общему правилу въ Россіи, Германіи и Австро-Венгріи купонъ съ послѣдняго срока уплаты процентовъ по день покупки не входитъ въ составъ биржевой цѣны, а высчитывается особо; что же касается до дивидендныхъ бумагъ, то дивидендъ заключается въ курсовой цѣнѣ дивидентной бумаги. Слѣдовательно между двумя указанными группами процентныхъ бумагъ заключается

крупная разница, опять оказывающая особое вліяніе на установленіе ихъ биржевой цѣны.

§ 13. Допущеніе къ котировкѣ % бумагъ. Ввиду важнаго значенія % бумагъ съ экономической и политической точки зрѣнія вопросъ о допущеніи ихъ къ котировкѣ принадлежитъ къ числу вопросовъ, имѣющихъ весьма серьезное значеніе такъ какъ нерѣдко въ этомъ бываетъ заинтересовано правительство. Хотя въ нашемъ законодательствѣ указаній по сему предмету не содержится, тѣмъ не менѣе очевидно это право должно принадлежать биржевому комитету какъ органу самоуправленія. На нашихъ биржахъ практикуется такой порядокъ: въ случаѣ желанія котировать бумаги подается прошеніе въ биржевой комитетъ съ приложеніемъ той бумаги о допущеніи которой хлопчуть. Комитетъ допускаетъ котировку % бумагъ, выпущенныхъ обществами съ капиталомъ не ниже извѣстнаго размѣра. Необходимымъ условіемъ допущенія % бумагъ къ котировкѣ является выпускъ ихъ въ Россіи, такъ какъ обращеніе иностранныхъ % бумагъ на русскихъ биржахъ запрещено. Прямаго впрочемъ указанія въ этомъ смыслѣ въ законахъ нѣтъ. Вѣроятно принятіе этой мѣры вызвано опасеніемъ обмана русской публики; по нашему мнѣнію эта мѣра оказалась крайне вредною для всего нашего народнаго хозяйства. Благодаря ей наша биржа не имѣетъ достаточно сильныхъ средствъ для борьбы съ иностранными биржами. Этотъ вопросъ заслуживаетъ столь серьезнаго вниманія, что мы каснемся его нѣсколько подробнѣе. При современныхъ условіяхъ политической и экономической жизни европейскихъ государствъ расплата между двумя государствами, ведущими торговые отношенія, производится посредствомъ пересылки не только векселей, которыхъ иногда на рынкѣ

нѣтъ, но и % бумагъ. Если же въ странѣ нѣтъ таковыхъ, то она совершенно поступаетъ въ зависимость отъ другой. Какъ нельзя болѣе это подтверждаетъ два примѣра Россія и Франція. Последней послѣ погрома 1870 г. пришлось уплатить Германіи 5 миллиардовъ франковъ контрибуціи. Не смотря на неслыханную по величинѣ до этого времени контрибуцію, Франція вышла изъ затруднительнаго положенія почти безъ потрясеній экономическаго строя, безъ разстройства системы денежнаго обращенія. Такой блестящій выходъ несомнѣнно находился въ зависимости отъ двухъ фактовъ: сильнаго развитія сбереженій въ народѣ, вслѣдствіе чего не представлялось затрудненія заключать внутреніе займы и во вторыхъ Франція (т. е. населеніе) имѣла массу иностранныхъ бумагъ, при помощи которыхъ ей удалась быстро уплатить свой долгъ, продавая процентныя бумаги другихъ государствъ.

На всѣхъ европейскихъ биржахъ замѣчается слѣдующее явленіе: постепенное расширеніе обращенія иностранныхъ процентныхъ бумагъ. Ходъ этого дѣла таковъ: первоначально разрѣшаютъ обращеніе иностранныхъ государственныхъ фондовъ, а затѣмъ бумагъ акціонерныхъ предпріятій. Впервые иностранные фонды появились на лондонской биржѣ въ 1814 г. Вскорѣ обращеніе ихъ приняло такіе размѣры, что въ 1824 году были установлены особыя правила, регулирующія отношенія между лицами, вступающими въ сдѣлки по покупкѣ и продажѣ фондовъ. Наши займы появились въ обращеніи впервые на голландскомъ рынкѣ въ Амстердамѣ, а за тѣмъ съ двадцатыхъ годовъ въ Лондонѣ. Берлинская же биржа получила особенно важное значеніе въ тридцатыхъ годахъ текущаго столѣтія, послѣ того какъ на биржѣ было дозволено въ тридцатыхъ годахъ торговать иностранными % бумагами.

Вслѣдствіе отсутствія въ Россіи какъ фондовой биржи, такъ и достаточной сѣти сберегательныхъ учрежденій, которыя бы содѣйствовали росту капиталовъ, правительство принуждено было обращаться къ заключенію займовъ за границую и такимъ образомъ постепенно ставило свой кредитъ въ зависимость отъ иностранцевъ. Займамъ, заключаемымъ внутри страны, въ формѣ билетовъ государственнаго казначейства или серій былъ приданъ денежный характеръ, такъ что въ этомъ случаѣ прибавленіе ихъ количества оказывало вредное вліяніе, увеличивая количество денежныхъ знаковъ въ обращеніи. До какой степени нашъ внутренній рынокъ былъ слабъ указываютъ слѣдующіе факты: при императрицѣ Екатеринѣ II, а за тѣмъ при Александрѣ I возникали предположенія выпустить внутренній заемъ, но ни одно изъ предположеній не удалось вслѣдствіе отсутствія класса капиталистовъ. Казалось бы, что подобный фактъ долженъ былъ своевременно привлечь къ себѣ вниманіе правительства, но къ сожалѣнію причины его не были поняты и своевременно не было принято никакихъ мѣръ для развитія кредитныхъ учрежденій. Въ извѣстной степени этотъ недостатокъ нашей финансової политики не устраненъ до сихъ поръ, такъ какъ еще неустроено достаточнаго количества мѣстъ сбереженій и при томъ онѣ далеко не такъ организованы чтобы достигнуть болѣе успешныхъ результатовъ по снабженію производства и торговли необходимыми имъ капиталами. Между тѣмъ лишь при наличности подобныхъ условій можно было бы надѣяться на большую солидность нашихъ биржъ, чѣмъ въ настоящее время, когда имъ приходится бороться съ вполне укрѣпившимися иностранными биржами при отсутствіи равныхъ условій.

§ 14. Причины, вліяющія на биржевую цѣну процентныхъ бумагъ. На цѣну товаровъ вліяетъ цѣлый рядъ причинъ и первое мѣсто въ ихъ ряду занимаетъ спросъ и предложеніе. Большое предложеніе товаровъ—цѣна дешевая, предложеніе малое—цѣна выше. Но между товарами и процентными бумагами существуетъ крупная разница въ томъ отношеніи, что предѣломъ паденія цѣны товаровъ является ихъ годность,—между тѣмъ  $\%$  бумаги могутъ упасть до нуля. Причины, оказывающія вліяніе на цѣну  $\%$  бумагъ, можно свести къ двумъ группамъ: I—общія и II—частныя. Общія оказываютъ вліяніе на всѣ виды  $\%$  бумагъ, частныя исключительно на нѣкоторые. Разсмотримъ каждую изъ причинъ, вліяющихъ на цѣну  $\%$  бумагъ въ отдѣльности, и постараемся выяснитъ ихъ дѣйствительный смыслъ и значеніе.

Прежде чѣмъ приступить къ такому разсмотрѣнію сдѣлаемъ общее замѣчаніе: на всѣхъ биржахъ спекулируютъ  $\%$  бумагами какъ частныхъ обществъ, такъ и государственными, преимущественно, однако, такими, которыя обращаются на биржѣ въ большихъ количествахъ, вслѣдствіе чего представляется возможность болѣе или менѣе легкаго пріобрѣтенія ихъ при мѣсячныхъ ликвидаціяхъ. Объектомъ спекуляціи являются сравнительно немногіе виды  $\%$  бумагъ, на колебаніяхъ цѣнъ которыхъ вграютъ спекулянты. Но отъ спекуляціи должно отличать другіе способы наживы денегъ напр. продажу закладываемыхъ  $\%$  бумагъ. Въ Петербургѣ указываютъ на нѣсколькихъ лицъ, успѣвшихъ нажить такимъ способомъ значительное состояніе. Рассказываютъ будто одинъ спекулянтъ даже сошелъ съ ума, такъ какъ желая повысить цѣну на акціи одного изъ акц. обществъ, скупилъ ихъ, не смотря на это ему каждый разъ на бир-

жѣ предлагали новую партію изъ заложенныхъ имъ-же въ одномъ изъ кредитныхъ учрежденій.

Перейдемъ къ разсмотрѣнію причинъ, оказывающихъ вліяніе на биржевую цѣну  $\%$  бумагъ.

а) Спросъ и предложеніе. Дѣйствительный спросъ на  $\%$  бумаги зависитъ отъ обилія свободныхъ денежныхъ капиталовъ на рынкѣ. Обиліе же зависитъ отъ самыхъ разнородныхъ причинъ—времени года: зимою въ большихъ городахъ больше свободныхъ денегъ; дѣйствию правительстванап р. выпуски кредитныхъ билетовъ оказываютъ сильное вліяніе на повышение курса  $\%$  бумагъ. Въ какой степени подобнаго рода факты оказываютъ вліяніе на увеличеніе спроса на товары и на  $\%$  бумаги, въ достаточной степени указываютъ явленія экономической жизни послѣ войны 1877—1878 года, когда сумма денежнаго обращенія въ теченіе непродолжительнаго времени была увеличена на 400 мил. руб. Это обстоятельство повліяло на повышение цѣнъ всѣхъ  $\%$  бумагъ. Точно также большое предложеніе бумагъ на продажу понижаетъ ихъ цѣну. Напр. листы выигрышнаго дворянскаго займа не могли быстро разойтись по странѣ и остались въ портфеляхъ петербургскихъ банковъ. благодаря этому предложеніе ихъ такъ превышаетъ спросъ, что биржевой курсъ на  $7\%$  ниже выпускной цѣны.

б) Политическія событія несомнѣнно оказываютъ сильное вліяніе на вексельные курсы и на цѣну процентныхъ бумагъ. Спокойное политическое положеніе, укрѣпляя убѣжденіе въ сохраненіи мира, даетъ возможность правильнаго веденія дѣлъ въ каждомъ народномъ хозяйствѣ. Достаточно слуха, чтобы всполошить чуткій биржевой міръ. Оно и понятно. Всякая перемѣна повлечетъ за собою усиленныя издержки, вздорожаніе золота, паденіе вексельныхъ курсовъ и т. д. Примѣромъ чут-

кости биржи ко всякаго рода слухамъ можетъ служить послѣдній инцидентъ на Вѣнской биржѣ, когда достаточно было появленія въ газетахъ статьи о разговорѣ, происшедшемъ будто-бы между императоромъ Францъ-Иосифомъ и депутатомъ палаты объ опасностяхъ, угрожающихъ миру, чтобы всѣ процентныя бумаги упали на нѣсколько процентовъ. Если такое вліяніе можетъ оказать одинъ только слухъ, то несравненно болѣе сильное вліяніе окажетъ дѣйствительное политическое происшествіе, могущее повлечь за собою какія нибудь перемѣны напр. вступленіе на престолъ государя съ воинственными наклонностями и т. д. Разумѣется, оцѣнка факторовъ, оказывающихъ вліяніе на биржевую цѣну бумагъ, нерѣдко представляеть существенныя затрудненія.

До какой степени политическія причины, осложненныя разнаго рода внутренними перемѣнами, оказываютъ вліяніе на биржевой курсъ  $\%$  бумагъ показываютъ слѣдующія статистическія данныя относительно колебаній французской ренты (средній годовой курсъ).

	1830	1831	1832	1847	1848	1849	1869	1870	1871
4 $\frac{1}{2}$	100	81	89	105	71	76	102	94	78
4 $\%$	91	74	81	101	61	67	89	88	69
3 $\%$	80	70	60	77	49	53	71	65	54

Приведенныя, однако, цифры среднія, поэтому онѣ не даютъ дѣйствительнаго представленія о степени паденія  $\%$  бумагъ зависящаго въ данный моментъ отъ совершившихся перемѣнъ. На это указываютъ дневныя котировки, такъ 5 $\%$  и 3 $\%$  ренты, стоившія 117 и 75 франковъ, упали 5 апрѣля 1848 г. до 50 и 32 фр.; акціи французскаго банка съ 3,230 фр. на 1,950 слѣдовательно на 71 $\%$  <sup>18)</sup>.

<sup>18)</sup> Courtois ibid 51 стр.

Вообще изученіе этого вопроса показываетъ, что колебанія государственныхъ  $\%$  бумагъ носятъ рѣзкій характеръ въ періоды народныхъ бѣдствій, хотя онѣ не подвергаются такимъ сильнымъ колебаніямъ какъ бумаги акціонерныхъ обществъ. Что касается до нашего отечества, то ухудшеніе международныхъ политическихъ отношеній влечетъ за собою возвращеніе  $\%$  бумагъ обратно въ Россію, какъ это напр. было 1885 г. (Siegfried *ibid.* 122). Появленіе-же  $\%$  бум. въ б. количествахъ дѣйствуетъ угнетающимъ образомъ на фондовый рынокъ и вліяетъ на сильное паденіе ихъ цѣнъ на внутреннемъ рынкѣ.

с) Денежная единица. Обращеніе металлическихъ денегъ является наилучшею гарантіею прочнаго денежнаго рынка, потому что, при господствѣ неразмѣнныхъ бумажныхъ денегъ, достаточно бываетъ малѣйшихъ политическихъ, экономическихъ и финансовыхъ затрудненій, чтобы поколебать всю систему денежнаго обращенія. Между тѣмъ исторія странъ, съ обращеніемъ неразмѣнныхъ бумажныхъ денегъ, показываетъ съ какими величайшими затрудненіями сопряжено, возстановленіе металлическаго обращенія: часто затрачиваются огромныя суммы денегъ безъ достиженія сколько нибудь прочныхъ результатовъ. Благодаря-же постоянно колеблющейся денежной единицѣ—а это *conditio sine qua non* обращенія неразмѣнныхъ бумажныхъ денегъ—цѣнность имуществъ подвергается рѣзкимъ колебаніямъ, а такъ какъ масса всякаго рода займовъ и  $\%$  бумагъ выпущены въ кредитной валютѣ, то влѣдствіе этого онѣ еще сильнѣе подвергаются колебаніямъ съ паденіемъ и повышеніемъ денежнаго курса.

д) Вліяніе вексельныхъ курсовъ. Положеніе вексельнаго курса, являющееся результатомъ самыхъ разнообразныхъ причинъ, указываетъ на состояніе народнаго и финансо-

ваго хозяйства. Паденіе и вообще пониженіе вексельнаго курса вліяеть угнетающимъ образомъ на курсъ  $\%$  бумагъ, выпущенныхъ на кредитную валюту, такъ какъ благодаря такому пониженію падаетъ ихъ доходность на металлическія деньги. Это обстоятельство побуждаетъ иностранные рынки высылать на продажу наши  $\%$  бумаги, выпущенныя въ кредитной валютѣ—появленіе-же на биржахъ всякаго избытка  $\%$  бумагъ при подобномъ условіи оказываетъ угнетающее вліяніе на фондовый и денежный рынокъ вообще. Кромѣ того, упорно длящееся паденіе вексельнаго курса удручающимъ образомъ вліяеть на общество, укореняя въ немъ мысль о трудности возстановленія металлическаго обращенія. Подобное положеніе побуждаетъ многихъ продавать  $\%$  бумаги и обращать капиталы къ другимъ отраслямъ промышленности, какъ это было напр. въ 1879 г., когда не мало лицъ сбывали кредитныя  $\%$  бумаги, въ опасеніи дальнѣйшаго пониженія курса, предпочитая помѣщать свои капиталы въ хозяйство, промышленность и торговлю.<sup>19)</sup>

е) Точно также крупное вліяніе оказываютъ крахи кредитныхъ учрежденій и особенно политика центральныхъ банковъ какъ напр. государственнаго съ дѣятельностью котораго *volens-nolens* должны сообразовать свои дѣйствія другія кредитныя учрежденія. Иллюстраціей, характеризующей вліяніе подобнаго рода учрежденій, можетъ служить политика каждаго центрального банка напр. Reichsbank'a: отказомъ въ 1885 г. выдачи ссудъ подъ русскіе государственные фонды онъ произвелъ большую панику на берлинской и на другихъ биржахъ и повліялъ на пониженіе русскихъ  $\%$  бумагъ. Понятно почему: въ такомъ

<sup>19)</sup> Рус. Рѣчь 1879 г. № 2, стр. 3. Желательны или нѣтъ подобнаго рода помѣщенія, мы объ этомъ не говоримъ—мы указываемъ только на причины, могущія оказывать вліяніе на цѣну  $\%$  бумагъ.

дѣйствии выражалось недовѣріе къ кредиту русскихъ бум. — въ какой мѣрѣ подобнаго рода недовѣріе основательно вопроеь иной—въ Берлинѣ, повидимому, этимъ не задавались, а стремились подорвать кредитъ Россіи. Не говоря уже о дѣйствіяхъ подобнаго рода центральныхъ кредитныхъ учрежденій, отношенія даже отдѣльныхъ лицъ могутъ оказать на биржевую цѣну той или иной группы  $\%$  бумагъ сильное вліяніе. На Петербургской биржѣ иногда подвергались сильнымъ колебаніямъ акціи общества заклада движимыхъ имуществъ. При изслѣдованіи причиною такого факта оказались, дѣйствія одного лица, которое имѣя въ своихъ рукахъ крупную партію ихъ, то скупало, то продавало и большими предложеніями колебало ихъ биржевую цѣну.

f) Вліяніе учетнаго процента. Говоря о причинахъ, вліяющихъ на биржевую цѣну  $\%$  бумагъ, не должно упускать изъ виду, что онѣ устанавливаются подѣ вліяніемъ господствующаго на рынкѣ нормальнаго учетнаго  $\%$ , приносимаго обыкновенно капиталами. Соответственно нормальному проценту устанавливаются цѣны на государственныя и на др.  $\%$  бумаги. Размѣръ нормальнаго процента зависитъ, главнымъ образомъ, отъ двухъ причинъ: условій денежнаго рынка страны и обычнаго въ странѣ процента, приносимаго капиталами. Если общество привыкло пользоваться  $6\%$ , то разумѣется переходъ къ  $4\%$  бумагамъ представляется довольно затруднительнымъ. Въ этомъ случаѣ на пониженіе оказываютъ вліяніе какъ экономическія причины, такъ и дѣйствія правительства, направленные къ пониженію обычно уплачиваемаго процента по ссудамъ. Для доказательства достаточно будетъ припомнить исторію конверсій, въ томъ числѣ совершенныхъ въ Россіи.

Послѣднія имѣютъ крупное значеніе не только съ

финансовой, но точно также и съ экономической точки зрѣнія укрѣпляя сознаніе о пониженіи % въ странѣ. Въ силу этого публика, хотя и медленно, но все же свыкается съ необходимостью пользоваться меньшими процентами чѣмъ прежде.

g) Общее хозяйственное положеніе страны и особенно урожаи и неурожаи. Не распространяясь о значеніи этихъ простыхъ фактовъ достаточно будетъ припомнить вліяніе урожая 1887 года, совпавшаго съ неурожаемъ въ Германіи и въ другихъ государствахъ. Такого благоприятнаго совпаденія для нашего отечества давно не было. Результаты были слѣдующіе: блестящее поступленіе налоговъ, превзошедшее всякія ожиданія; всѣ желѣзныя дороги получили огромные заработки; вексельный курсъ повысился и вообще усилилось заграницей довѣріе къ нашему финансовому положенію и пессимистическое настроеніе уступило мѣсто оптимистическому.

Благодаря этому наши % бумаги поднялись въ цѣнѣ и явилась возможность успѣшнаго совершенія конверсій. Казалось бы, при такихъ условіяхъ недалеко то время, когда можно будетъ надѣяться на возстановленіе металлическаго обращенія. Однако, благоприятное положеніе измѣнилось благодаря неурожаю 1891 года: толки о неурожаѣ приняли болѣе или менѣе опредѣленный характеръ въ іюнѣ мѣсяцѣ и на берлинской биржѣ въ концѣ августа за кредитный рубль платили 2 марки 20 пфениговъ, затѣмъ вскорѣ вексельный курсъ упалъ до 2 марокъ 16 пфениговъ и, наконецъ, постепенно понизился до 2 марокъ и даже ниже, но курсъ % бумагъ за то время не упалъ. Это обстоятельство объясняется большимъ приливомъ денегъ, не находившихъ помѣщенія въ торговлѣ и промышленности, въ кассы частныхъ банковъ.

Отсюда вытекаетъ какое огромное вліяніе оказываетъ

на курсъ  $\%$  бумагъ положеніе денежнаго рынка — оно измѣняется подѣ вліяніемъ обстоятельствъ, вслѣдствіе чего бываетъ спокойное или удрученное. Сообразно такому положенію частныя банки, а равно государственныя кредитныя учрежденія расширяютъ или уменьшаютъ сумму ихъ оборотовъ, учетно-ссудную операцію и т. д. Особенно важную роль въ этомъ случаѣ играютъ центральныя банки напр. государственный банкъ: мѣры, принятыя имъ, привлекаютъ особенное вниманіе лицъ, занимающихся биржевыми операціями и соотвѣтственно его политикѣ они нерѣдко расширяютъ или ограничиваютъ свою дѣятельность.

Указанныя причины принадлежатъ къ числу общихъ, вліяющихъ съ болѣе или менѣе одинаковой силой на вексельный курсъ и на всѣ виды  $\%$  бумагъ, хотя степень и сила вліянія не одинаково отражается на государственныхъ фондахъ и на  $\%$  бумагахъ частныхъ обществъ.

Разсмотрѣвъ причины, оказывающія вліяніе на биржевой курсъ  $\%$  бумагъ и на вексельные курсы въ заключеніе добавимъ, что всѣ виды  $\%$  бумагъ подаютъ поводъ къ спекуляціямъ, съ тою лишь разницею, что для каждаго вида въ отдѣльности существуютъ особыя частныя причины колебаній, зависящія какъ отъ положенія дѣлъ учрежденія, выпустившаго бумаги, такъ и отъ условій выпуска, способа погашенія  $\%$  бумагъ, выкупа, выхода въ тиражи, размѣра выпуска на мелкія суммы и вообще отъ формы бумагъ (рентныя и тиражныя). Точно также на биржевую цѣну  $\%$  бумагъ, а также вексельныхъ курсовъ оказываютъ вліяніе правительственныя распоряженія напр. обязательное помѣщеніе капиталовъ въ тѣхъ или иныхъ бумагахъ, предоставленіе облигаціямъ частныхъ обществъ права пріема въ обезпеченіе казенныхъ подрядовъ, поставокъ и т. д. или дѣйствія банковъ, стремя-

щихся къ концу года повысить биржевую цѣну  $\%$  бумагъ, нерѣдко находящихея въ значительныхъ количествахъ у нихъ въ портфеляхъ. Все это такіе факты, которые не могутъ остаться безъ вліянія на курсъ  $\%$  бумагъ. Не мало также значить привычка публики къ старымъ бумагамъ въ силу чего онѣ пользуются большимъ вниманіемъ чѣмъ новыя <sup>20)</sup>. Далѣе на курсъ вліяють арбитражисты и, наконецъ, спекулятивныя сдѣлки. Ввиду важнаго значенія всѣхъ указанныхъ причинъ, мы вкратцѣ скажемъ о каждой изъ нихъ нѣсколько словъ.

а) Положеніе дѣлъ предпріятія, выпустившаго бумаги. Будь это государство или частное предпріятіе всегда необходимо смотрѣть какъ оно ведетъ свои дѣла. Ознакомленіе съ ходомъ дѣлъ и персоналомъ служащихъ всегда дастъ возможность судить объ успѣшности дѣлъ даннаго предпріятія, поэтому лицо, помѣщающее деньги въ бумаги, должно внимательно всматриваться въ условія при которыхъ работаетъ предпріятіе для чего необходимо внимательно и послѣдовательно изучать отчеты и балансы предпріятій.

б) Условія выпуска  $\%$  бумагъ и способы погашенія (выкупъ и тиражъ). Вновь выпускаемыя бумаги имѣютъ обыкновенно преимущество — низкій курсъ выпуска, потому кредитныя учрежденія стремятся помѣстить въ нихъ свободные капиталы въ надеждѣ на послѣдующее повышение биржевой цѣны съ размѣщеніемъ займа. Надежды, впрочемъ, не всегда оправдываются — какъ это случилось съ дворянскимъ займомъ (курсъ выпускной 215 — биржевая цѣна около 200). На ходкость  $\%$  бумагъ оказываетъ сильное вліяніе форма ихъ выпуска: выпускаются рентныя бумаги или тиражныя. Первыя имѣютъ преимуще-

<sup>20)</sup> Swoboda ibid. 34 стр.

ство въ томъ отношеніи, что лицу, имѣющему ихъ, нѣтъ надобности слѣдить за выходомъ ихъ въ тиражъ, а это представляетъ для провинціи величайшія затрудненія, такъ какъ часто не представляется ни малѣйшей возможности достать тиражные листы и, такимъ образомъ, не рѣдко въ формѣ процентовъ проѣдаютъ свой капиталъ. Большинство нашихъ государственныхъ займовъ выпущены съ условіемъ погашенія посредствомъ ежегодныхъ тиражей. Что касается до биржевой цѣны послѣдняго рода бумагъ, то ихъ биржевая цѣна, будь она ниже номинальной, повышается предъ тиражами. — Въ силу этой же причины поднимаются въ цѣнѣ предъ выигрышемъ лотерейные займы — повышение нерѣдко достигаетъ значительныхъ размѣровъ.

Не безъ вліянія на курсъ  $\frac{1}{2}\%$  бумаги остаются сроки и способы выкупа. Напр.,  $6\%$  золотая рента стоитъ ниже  $5\%$  — объясняется тѣмъ, что правительство выговорило право выкупа черезъ десять лѣтъ по номинальной цѣнѣ.

с) Какъ было указано въ предыдущемъ не малое вліяніе на биржевой курсъ бумагъ оказываютъ арбитражисты: въ случаѣ паденія, положимъ русскихъ  $\frac{1}{2}\%$  бумагъ въ Лондонѣ, — они покупаютъ ихъ гдѣ выгоднѣе и перепродаютъ на другихъ биржахъ, гдѣ цѣны на нихъ стоятъ выше. Въ Россіи хорошихъ арбитражистовъ нѣтъ и потому у насъ дѣйствіе этой причины незначительно.

d) Наконецъ, помимо всѣхъ указанныхъ причинъ на курсовую цѣну  $\frac{1}{2}\%$  бумагъ и на вексельный курсъ вліяютъ спекулятивныя сдѣлки. Ввиду важнаго значенія этого рода причинъ сдѣлаемъ попытку очертить случаи, вліяющіе на ходъ биржевыхъ операцій и биржевыхъ цѣнностей. На каждой биржѣ обыкновенно дѣйствуютъ двѣ партіи: повышатели (*à la hausse* — *haussier*, *bull*) и понижатели (*à la baisse*, *baissier*, *bear*). Одни изъ нихъ идутъ

à la hausse—повышатели, а другіе à la baisse—ноинжатели. Та и другая партія формируется быстро подь вліяніемъ разныхъ жизненныхъ фактовъ: вчерашній повышатель сегодня идетъ на пониженіе. Та и другая партія оказываетъ значительное вліяніе на высоту биржевыхъ цѣнностей. Какая партія окажетъ большее вліяніе зависитъ отъ обстоятельствъ даннаго времени и отъ размѣра принятыхъ спекулянтами обязательствъ—въ случаѣ обнаруженія недостатка матеріала, который они обязались доставить ко дню ликвидаціи, произойдетъ значительное повышение въ цѣнѣ и обратно.

Независимо отъ указанныхъ причинъ есть и другія, оказывающія вліяніе спеціально на отдѣльныя виды  $\%$  бумагъ. Къ числу подобнаго рода причинъ относится время года: лѣтомъ дѣятельность биржи вообще ослабѣваетъ, крупные биржевики разъѣзжаются по дачамъ, морскимъ купаньямъ. Въ это время особенно подвергаются колебанію акціи страховыхъ обществъ и въ такомъ положеніи они находятся до осени до первыхъ топокъ печей. Точно также повышаются акціи и бумаги др. предприятий въ періоды составленія обществами отчетовъ, благодаря стремленію правленій акціонерныхъ и др. обществъ представить свою дѣятельность въ лучшемъ видѣ.

Все приведенныя данныя указываютъ на трудность и даже невозможность выясненія обстоятельствъ, оказывающихъ вліяніе на повышение или пониженіе биржевыхъ цѣнностей. Однѣ изъ этихъ причинъ коренятся въ обстоятельствахъ, ничего общаго не имѣющихъ съ  $\%$  бумагами, другія находятся въ непосредственной зависимости отъ характера выпускаемыхъ бумагъ (способа тиража, выкупа и т. д.) и, наконецъ, отъ чисто спекулятивныхъ приѣмовъ биржевыхъ игроковъ борются съ которыми можно при помощи такихъ же лицъ.

Разсматривая причины, оказывающія вліяніе на курсъ % бумагъ, не слѣдуетъ упускать изъ виду, что не всё онѣ производятъ одинаковыя дѣйствія на всё виды % бумагъ. Часть ихъ оказываетъ большее вліяніе на государственные фонды, другая на бумаги частныхъ обществъ. Въ виду чего, лица, занимающіеся этимъ видомъ биржевыхъ операцій, должны соображать съ этимъ свою дѣятельность.

Вообще все предшествующее изложеніе объ обстоятельствахъ, оказывающихъ вліяніе на стоимость биржевыхъ цѣнностей, приводитъ къ нѣкоторымъ выводамъ а именно: весьма трудно ориентироваться о степени вліянія, оказываемаго тою или иною причиною на % бумаги безъ хорошаго знанія всѣхъ обстоятельствъ экономической и политической жизни. Это тѣмъ болѣе трудно, что нерѣдко печать вводитъ публику въ заблужденіе, особенно если ея представители почему либо заинтересованы въ биржевыхъ операціяхъ. Предусмотрѣть колебанія нѣтъ никакой возможности. Спекулянты съ наступленіемъ ликвидаціонныхъ дней могутъ извернуться продолженіемъ операціи посредствомъ релорта и депорта, но не рѣдко бываетъ, что опытные спекулянты и тѣ не находятъ сколько нибудь благопріятнаго выхода изъ затруднительнаго положенія. Такимъ образомъ по самому свойству объекты биржевыхъ операцій отличаются большею неопредѣленностью, и даютъ поводъ къ сильнымъ сомнѣніямъ, вслѣдствіе чего увеличиваются шансы на ихъ колеблемость и неустойчивость. При подобныхъ условіяхъ биржа, по общему правилу, слѣшитъ учестъ результаты всякой новости. Понятіе объ этомъ можетъ дать слѣдующій эпизодъ,<sup>21)</sup> бывшій во время Наполеона I: какъ-то гря-

<sup>21)</sup> Courtois *ibid.* 170 стр.

нуль громъ, бывшіе же на биржѣ представили себѣ, что раздались пушечные выстрѣлы по случаю полученія извѣстія объ одержанной императоромъ побѣдѣ и воспользовались этимъ фактомъ для поднятія цѣнъ на  $\frac{1}{2}$  бумаги.

Само собою разумѣется биржевое дѣло далеко не такъ просто—тутъ требуется строгое соблюденіе правила не терять времени: одинъ день, одно извѣстіе можетъ сразу измѣнить всѣ расчеты.

§ 15. Каждая биржа имѣетъ излюбленныя спекуляціею  $\frac{1}{2}$  бумаги, дающія тонъ всѣмъ другимъ видамъ биржевыхъ цѣнностей. Помимо ихъ крупное значеніе съ биржевой точки зрѣнія имѣютъ международныя цѣнности, служащія для уравниванія цѣнъ бумагъ на всѣхъ биржахъ. Благодаря телеграфамъ и желѣзнымъ дорогамъ достигнуто нѣкоторое равновѣсіе между всѣми европейскими биржами—съ пониженіемъ бумагъ въ одномъ мѣстѣ, онѣ переходятъ на другія биржи. Количество  $\frac{1}{2}$  бумагъ, являющихся международными цѣнностями сравнительно не велико. Изъ русскихъ бумагъ сюда принадлежатъ облигаціи восточныхъ займовъ—въ случаѣ какихъ либо экономическихъ затрудненій онѣ быстро возвращаются обратно въ Россію. Не останавливаясь болѣе надъ этимъ вопросомъ перейдемъ къ обзору  $\frac{1}{2}$  бумагъ, обращающихся на Петербургской биржѣ.

На этой биржѣ обращаются исключительно русскія  $\frac{1}{2}$  бумаги какъ государственныя такъ и частныхъ обществъ. Онѣ распадаются: на государственные фонды, акціи разнаго рода предпріятій, закладные листы земельныхъ банковъ, желѣзнодорожныя облигаціи и т. п. бумаги.

Изъ нихъ весьма немногія являются предметомъ постоянныхъ биржевыхъ сдѣлокъ: и только нѣкоторыя сдѣ-

лались бумагою спекуляціи. Обыкновенно спекуляція для своихъ цѣлей выбираетъ ихъ нѣсколько. Самый выборъ обусловливается разнородными соображеніями въ ряду которыхъ главное мѣсто занимаетъ не столько прочность бумаги, находящейся притомъ въ обращеніи въ большихъ количествахъ, сколько неизвѣстность представляемой ею выгоды. Поднявши ея цѣну до такой степени, что дальнѣйшее повышеніе дѣлаетъ бумагу невыгодною, спекуляція бросаетъ ее и обращается къ другимъ. Ввиду этого объекты фондовой спекуляціи мѣняются. Изъ государственныхъ бумагъ излюбленнымъ объектомъ спекуляціи были долгое время выигрышные билеты, а затѣмъ 3-й восточный заемъ; изъ бумагъ частныхъ обществъ акціи грязе-царицынской, рыбинско-бологовской желѣзной дороги, акціи Русскаго банка для внѣшней торговли и т. п. Что касается до остальныхъ бумагъ, то онѣ являются предметомъ болѣе или менѣе оживленныхъ биржевыхъ сдѣлокъ, но не играютъ такой выдающейся роли для спекуляціи какъ только что указанные. Помимо бумагъ частныхъ обществъ на нашей биржѣ обращаются государственные фонды, выпущенные въ металлической и кредитной валютѣ, но преимущественно обращаются бумаги въ кредитной валютѣ, что же касается до металлическихъ, то изъ 1,300 мил. руб., выпущенныхъ металлическихъ бумагъ на нашей биржѣ обращается сравнительно немного—большинство ихъ размѣщены на иностранныхъ биржахъ. Это важный фактъ, заслуживающій вниманія. Обращеніе иностранныхъ бумагъ на нашихъ биржахъ не допускается—такимъ путемъ само правительство дѣлаетъ невозможнымъ вліяніе нашихъ биржъ на европейскихъ рынкахъ, такъ какъ мы исключительно должны оперировать при помощи нашихъ <sup>0</sup>/<sub>10</sub> бумагъ и, за неимѣніемъ въ нашемъ распоряженіи иностранныхъ бу-

магъ, не можемъ оказывать противодѣйствія понижательному дѣйствию иностранцевъ. Поэтому нисколько не удивительна наша полная зависимость отъ иностранныхъ биржъ. Приведемъ справку о нашихъ государственныхъ % бумагахъ, обращающихся на главнѣйшихъ биржахъ:

на лондонской	берлинской	парижской
5% — 1822	5% — 1822	4% — 1867
4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> — 1850		
3% — 1859	3% — 1859	4% — 1869
5 — 1862	5 — 1862	5 — 1878
5 — 1864	5 — 1864	5 — 1879
5 — 1866	5 — 1866	4 — 1880
4 — Ник. ж. д.	4 — Ник. ж. д.	6 — 1883
5 — 1870	2 и 3 — Восточн.	4 — 1889
5 — 1871	4 — 1880	4% (1—iv) — 1890
5 — 1872	4 — 1887	3% — 1891
5 — 1873	6 — 1883	
4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> — 1875	5 — 1884	
	4 — 1889	
	4% (1—iv) — 1890	

Помимо государственныхъ фондовъ на этихъ же биржахъ обращается много желѣзнодорожныхъ облигацій и бумагъ разнаго рода промышленныхъ обществъ.

Въ силу этого обстоятельства мы постоянно должны уплачивать большіе суммы денегъ въ формѣ % по займамъ, а это влечетъ къ усиленію нашей зависимости отъ иностранныхъ биржъ.

Нѣкоторые думаютъ будто эта зависимость будетъ прекращена съ перемѣщеніемъ нашихъ займовъ изъ Берлина въ Парижъ, но во 1) пройдетъ значительный періодъ времени пока французскій рынокъ приспособится къ русскимъ бумагамъ и во 2) для Россіи безразлично кто

будеть насъ ослаблять французскій или нѣмецкій капитализмъ. Въ томъ и другомъ случаѣ зависимость одинаково тяжела и, при наступленіи затруднительныхъ обстоятельствъ, всегда можно ожидать посылки русскихъ бумагъ обратно, какъ это было напр. въ 1885 году вслѣдствіе политическихъ затрудненій (Siegfried 122). Обратная же посылка русскихъ займовъ въ большихъ количествахъ влечетъ за собою пониженіе бумажныхъ цѣнностей на биржахъ и ухудшеніе вексельныхъ курсовъ, результатомъ чего является продажа продуктовъ нашего труда за безцѣнокъ, вслѣдствіе чего потери несетъ все народное хозяйство.

§ 15. Статистическій очеркъ оборотовъ  $\%$  бумагами на главныхъ европейскихъ биржахъ и въ Россіи. Сумму оборотовъ процентными бумагами на биржѣ опредѣлить трудно и, сколько намъ извѣстно, точныхъ свѣдѣній по этому вопросу нѣтъ и быть не можетъ. Нѣкоторые экономисты пытались опредѣлить эту цифру, руководясь размѣрами маклерскихъ куртажей такъ Neumaier въ своей любопытной брошюрѣ опредѣляетъ, что на парижской биржѣ 60 маклеровъ, считая куртажъ въ  $\frac{1}{4}\%$ , получаютъ въ годъ 48 мил. фр., а это показываетъ, что черезъ ихъ руки проходятъ на 40 миллиардовъ фр. бумажныхъ цѣнностей. Подобный же пріемъ можетъ быть принятъ и у насъ — специально относительно Петербургской биржи. Необходимо при этомъ помнить, что приведенныя данныя могутъ имѣть лишь приблизительное значеніе. На петербургской биржѣ занимаются посредничествомъ по покупкѣ и продажѣ  $\%$  бумагъ маклера и такъ называемые зайцы. Главными же покупателями и продавцами, дѣйствующими не рѣдко безъ всякихъ посредниковъ, являются банки, банкирскіе дома и мѣняльныя лавки. Какъ оказывается не только банкирскія конторы, но и банки

ведутъ фондовое дѣло въ большихъ размѣрахъ. Ввиду разнообразія лицъ, занимающихся этимъ дѣломъ, представляется положительно невозможнымъ опредѣленіе оборотовъ ‰ бумагами. По даннымъ п. городского податнаго присутствія прибыль маклеровъ опредѣляется въ 272 т. р. но очевидно эта цифра скорѣе уменьшена чѣмъ, соответствуетъ дѣйствительности. Считая, что маклера довольствуются  $\frac{1}{8}$ — $\frac{1}{10}$ ‰ съ каждой сдѣлки, оборотъ ‰ бумагами на петербургской биржѣ равняется почти 3 миллиардамъ р., а если принять въ расчетъ обороты не присяжныхъ маклеровъ, занимающихся тѣми же операціями, то можно опредѣлить общій оборотъ въ 4—5 миллиардовъ рублей.

Вообще-же, самая крупная наша биржа, по курсовымъ и фондовымъ сдѣлкамъ, петербургская далеко еще не дошла до такого развитія, какъ иностранныя биржи. Приведемъ сюда относящіяся данныя.

Число ‰ бумагъ, котируемыхъ на лондонской биржѣ, достигаетъ 2,500, на берлинской 1,200, на парижской 820, на самой же крупной нашей биржѣ петербургской количество ихъ не превышаетъ 229. Разница въ оборотахъ важна—во первыхъ, она указываетъ на огромное развитіе иностранныхъ биржъ сравнительно съ нашею, во вторыхъ, наша биржа имѣетъ мѣстное для Россіи значеніе, тѣ же имѣютъ всемірное значеніе, и къ нимъ стекаются капиталы отовсюду. Разумѣется, преобладающее мѣсто вышеуказанныя биржи заняли давно, благодаря, главнымъ образомъ, развитію бережливости въ средѣ народа путемъ своевременнаго принятія облегчающихъ сбереженіе мѣръ. Приливъ же капиталовъ усилилъ значеніе биржъ и онѣ сдѣлались центромъ спроса и предложенія капиталовъ не только для внутреннихъ нуждъ страны, но и для всего міра, благодаря разрѣшенію котировокъ иностранныхъ ‰

бумагъ. Послѣдній фактъ имѣеть огромное значеніе: благодаря ему лондонская, парижская и берлинская биржи понемногу стянули къ себѣ капиталы всего міра и сильно распространили свое вліяніе на другія народныя хозяйства.

Все предшествующее изложеніе относительно объектовъ биржевыхъ сдѣлокъ, а равно и анализъ причинъ вліяющихъ на ихъ биржевую цѣну указываютъ до какой степени подвижнымъ характеромъ отличаются объекты биржевыхъ сдѣлокъ. Будучи представителями капитала, процентныя бумаги раздѣляютъ и его судьбу, т. е. отличаются подвижностью и чуткостью ко всякаго рода происшествіямъ. Подвижной ихъ характеръ отражается на колебаніяхъ биржевой цѣны. Наиболѣе излюбленными и ходкими объектами биржевыхъ сдѣлокъ являются преимущественно такія % бумаги и мѣновыя цѣнности, которыя можно достать на биржахъ въ большихъ количествахъ. Къ числу такихъ предметовъ не принадлежатъ паевыя бумаги, какъ находящіяся въ крѣпкихъ рукахъ лицъ, стоящихъ близко къ предпріятію. Поэтому то преимущественно объектомъ биржевыхъ сдѣлокъ являются бумаги обширныхъ предпріятій, подвергающіяся болѣе или менѣе значительнымъ колебаніямъ. Такимъ образомъ, не являясь, источникомъ колебаній, биржа лишь вліяетъ на увеличеніе или уменьшеніе колебаній.

### III.

#### Виды биржевыхъ сдѣлокъ.

§ 17. Формы биржевыхъ сдѣлокъ и ихъ юридическій характеръ. Основной формой биржевыхъ сдѣлокъ являются купля-продажа и поставка. Но, подъ вліяніемъ харак-

терныхъ условій торговой жизни, онѣ до такой степени осложняются, подвергаясь разнаго рода измѣненіямъ, что кажутся потерявшими свой первоначальный характеръ. Вслѣдствіе подобнаго рода модификацій и осложненій юридическаго характера—биржевыя операціи являються для публики мало понятными. Между тѣмъ по ихъ экономическому вліянію, охватывающему интересы не только частныхъ лицъ, но государственные, и даже всего народнаго хозяйства, онѣ заслуживаютъ самаго тщательнаго анализа съ экономической и юридической точки зрѣнія.

Несомнѣнно, употребляемыя на нашихъ биржахъ формы биржевыхъ сдѣлокъ, а также обычаи, относящіеся къ способу заключенія и прекращенія биржевыхъ сдѣлокъ, позаимствованы изъ иностранныхъ биржъ, гдѣ вообще биржевыя операціи примѣняются въ самыхъ широкихъ размѣрахъ. У насъ примѣнялись разные виды сдѣлокъ преимущественно въ товарной торговлѣ и только съ конца шестидесятыхъ годовъ въ фондовой.

Биржевыя сдѣлки раздѣляются на двѣ главныя группы: I сдѣлки на наличныя деньги и II сдѣлки на срокъ—последнія подраздѣляются на нѣсколько видовъ, болѣе или менѣе отличающихся одинъ отъ другаго. Хотя наибольшее развитіе получили биржевыя операціи на западно-европейскихъ биржахъ, тѣмъ не менѣе онѣ стали сильно развиваться и у насъ подъ вліяніемъ измѣненій экономическаго быта съ устройствомъ кредитныхъ учрежденій и улучшеній въ путяхъ сообщенія.

Не смотря, однако, на значительное развитіе биржевыхъ операцій у насъ до сихъ поръ не выработано ни законодательныхъ нормъ, ни опредѣленности въ обычаяхъ, регулирующихъ операціи, равно отсутствуютъ и учрежденія, приспособленныя для облегченія биржевыхъ

оборотовъ <sup>22)</sup>. Послѣ этихъ предварительныхъ замѣчаній разсмотримъ каждый видъ сдѣлокъ въ отдѣльности.

I. § 18. Сдѣлки на наличныя (au comptant, per cassa, Cassageschäft, money bargain). Биржевыя сдѣлки, состоящія въ покупкѣ на наличныя, принадлежатъ къ простѣйшему виду сдѣлокъ купли и продажи (Baarverkauf, Comtangeschäfte покупка на наличныя), причемъ покупка и продажа совершаются одновременно, т. е. моментъ продажи товара, въ чемъ-бы онъ ни заключался (векселя,  $\frac{0}{10}$  бумаги и т. д.), совпадаетъ съ немедленною уплатою цѣны. (Для простоты и удобопонятности при разсмотрѣніи биржевыхъ сдѣлокъ мы будемъ имѣть въ виду фондовыя сдѣлки.) Впрочемъ, по биржевымъ обычаямъ, признакъ немедленно имѣетъ относительный характеръ, такъ какъ, согласно обычаямъ, допускается извѣстный промежутокъ времени, въ теченіе котораго можетъ послѣдовать доставка проданныхъ  $\frac{0}{10}$  бумагъ. По обычаю нашей биржи (§ 2 биржевыхъ правилъ)  $\frac{0}{10}$  бумаги должны быть доставлены продавцомъ покупщику не позже какъ на третій день по заключенію сдѣлки отъ 10 часовъ утра до 3 ч. пополудни, день заключенія сдѣлки въ счетъ не идетъ. Подобныя-же правила соблюдаются и на другихъ биржахъ: на берлинской онѣ доставляются не позже предъобѣденнаго времени (Vormittag) слѣдующаго дня, <sup>21)</sup> на парижской не позже семи дней и т. д. Слѣдовательно характерный признакъ разбираемой сдѣлки за-

<sup>22)</sup> Ни торговый уставъ, ни наши гражданскіе законы не содержатъ спеціальныхъ статей, посвященныхъ биржевымъ сдѣлкамъ за исключеніемъ 2167 ст. I ч. X т. Последняя статья является единственною въ нашемъ законодательствѣ, и на ней обосновываются рѣшенія нашихъ судовъ въ случаяхъ возникновенія споровъ по фондовымъ сдѣлкамъ. Существующіе на петербургской биржѣ обычаи изданы въ 1880 и 1883 г. и помѣщаются въ Адресъ-календарѣ петербургской биржи.

<sup>21)</sup> Grünhut ibid. 5 стр.

ключается въ томъ, что совершается покупка съ одно-  
временною доставкою объекта сдѣлки.

По своему экономическому характеру биржевыя сдѣлки на наличныя могут преслѣдовать разнообразныя цѣли: спекулятивныя и помѣщеніе капитала. Въ первомъ случаѣ покупатель имѣетъ ввиду перепродать % бумаги, въ послѣднемъ же процентныя бумаги приобрѣтаются какъ частными лицами, такъ и обществами для помѣщенія свободныхъ капиталовъ. Спекулятивный характеръ приобрѣтаютъ подобнаго рода сдѣлки въ томъ случаѣ, когда покупатель послѣ покупки немедленно перепродаетъ ихъ въ другія руки, рассчитывая извлечь барыши изъ колебаній цѣны бумагъ при этой операціи.

Въ большинствѣ же случаевъ биржевыя сдѣлки, заключаемыя въ формѣ сдѣлокъ на наличныя, не принадлежатъ къ спекулятивнымъ, а тѣмъ болѣе къ способамъ азартной игры, хотя, какъ показываетъ опытъ, нерѣдко пользуются и этою формою биржевыхъ сдѣлокъ для ажіотажа, такъ на Лондонской биржѣ практикуется операція, называемаго „rigging the market“ <sup>22</sup>), состоящая въ томъ, что группа лицъ закупаетъ % бумаги, ограничивая такимъ образомъ, ихъ предложеніе, повышаетъ цѣну и, пользуясь этимъ, сбываетъ бумагу съ рукъ и наноситъ большой вредъ обществу. Ввиду этого всякое соединеніе лицъ для достиженія подобныхъ цѣлей является по англійскому законодательству (inidictable offence) проступкомъ, подлежащимъ наказанію.

Большинство биржевыхъ покупокъ и продажъ совершается въ формѣ сдѣлокъ на наличныя и имѣютъ своею цѣлью приобрѣтеніе бумагъ для помѣщенія капиталовъ. Обыкновенно помѣщаютъ капиталъ въ % бумаги,

<sup>22</sup>) Grünhut ibid. 7 стр.

отличающіяся большею устойчивостью. Если же онѣ находятся въ крѣпкихъ рукахъ (провинція бумагъ не выпускаеть), то онѣ не являются благодарнымъ матеріаломъ для спекуляціи, ибо спекуляція не столько интересуется солидностью бумаги, сколько ея цѣною и извлекаетъ барыши изъ колебаній.

II. § 19. Сдѣлки на срокъ (*Zeitgeschäft, operations à terme, time bargain*). Отличительный характеръ сдѣлокъ на срокъ заключается въ томъ, что въ этомъ случаѣ моментъ заключенія обязательства не совпадаетъ съ моментомъ выполненія. По своему юридическому характеру этотъ видъ обязательствъ является близкимъ договору поставки, хотя какъ наше законодательство, такъ и иностранныя считаютъ срочную сдѣлку договоромъ купли и продажи. Объектомъ срочныхъ сдѣлокъ въ одинаковой степени могутъ быть какъ % бумаги, такъ точно векселя, товары, однимъ словомъ, все предметы, обращающіеся въ торговлѣ. Такъ какъ наше торговое законодательство не обмолвилось ни единымъ словомъ о существенныхъ элементахъ подобнаго рода сдѣлокъ, то этотъ недостатокъ отчасти восполненъ биржевыми обычаями.

Какъ кажется, рѣшительно нѣтъ никакихъ основаній считать подобнаго рода сдѣлки противорѣчащими рус. положительному праву, такъ какъ въ этомъ случаѣ объектомъ ихъ являются всякіе предметы, обращающіеся въ торговлѣ, относительно которыхъ контрагенты заключаютъ договоръ купли-продажи, и законность срочныхъ сдѣлокъ, видимо, не можетъ возбудить какихъ либо сомнѣній. Между тѣмъ этотъ видъ операцій подвергается въ литературѣ и въ обществѣ рѣзкимъ нападкамъ, такъ какъ въ подобной формѣ совершаются не только спекулятивныя операціи, но и азартная игра. Едва ли, однако, возможно выдвигать подобный аргументъ противъ, такъ какъ бир-

жевая игра возможна и въ формѣ сдѣлокъ на наличныя. Прежде чѣмъ перейти къ разсмотрѣнію юридической конструкціи этого вида сдѣлокъ, коснемся ихъ съ экономической точки зрѣнія.

Срочныя сдѣлки являются дѣйствительными биржевыми сдѣлками и безъ нихъ биржа не можетъ играть выдающейся роли въ области экономической жизни по слѣдующимъ основаніямъ: большія партіи товаровъ и процентныхъ бумагъ только и могутъ быть реализуемы при существованіи срочныхъ сдѣлокъ. Нѣтъ такихъ капиталистовъ, которые-бы, при современныхъ выпускахъ огромныхъ займовъ и развитіи производства имѣли-бы возможность совершать ихъ реализацію въ широкихъ размѣрахъ на наличныя деньги. Для успѣха реализаціи требуется значительный срокъ времени, въ теченіи котораго только и могутъ быть собраны достаточные капиталы. До какой степени необходимо допущеніе сроковъ указываютъ простые факты: займы государственные и частныхъ обществъ оплачиваются не сразу, а съ большими промежутками времени (примѣръ послѣдній выигрышный заемъ Дворянскаго банка). Ввиду жизненнаго характера подобнаго рода операцій, онѣ, съ расширеніемъ значенія биржи, получили почти повсемѣстно признаніе законодателя, не смотря на направленную противъ нихъ вѣковую борьбу. Это обстоятельство указываетъ, что срочныя сдѣлки являются тою формою, путемъ которой осуществляются крупнѣйшія экономическія операціи.

У насъ давно пользовались формою срочныхъ операцій при продажѣ разнаго рода отпускныхъ товаровъ: пеньки, сала, льна, сахара, хлѣбовъ, нефти и т. п. Съ развитіемъ же фондовой биржи стали пользоваться этою формою биржевыхъ операцій не только частныя лица, но и банки, особенно въ случаяхъ значительной

реализации процентных бумаг, при чем банки допускают въ некоторыхъ случаяхъ большіе сроки (до 4 мѣсяцевъ).

Мы уже указали, что биржевая срочная сдѣлка тотъ же договоръ купли-продажи, но съ существенными отличительными признаками, заключающимися въ томъ, что въ первомъ договорѣ все предоставлено волѣ сторонъ, а во второмъ главныя основанія устанавливаются торговыми обычаями—какъ то срокъ, качество и количество товара. Срочныя биржевыя сдѣлки обыкновенно заключаются на опредѣленные сроки съ тѣмъ, чтобы ликвидація (дни установленія цѣнъ и расплатъ) была совершаема въ серединѣ, или-же въ концѣ мѣсяца. На берлинской биржѣ срочныя сдѣлки рѣдко ликвидируются въ половинѣ мѣсяца (*per medio*), а обыкновенно въ концѣ (*per ultimo*). Дни установленія цѣнъ и расплатъ называются ликвидационными, причемъ биржевыми обычаями точно опредѣляются сроки и способы совершенія ликвидаціи. При этомъ для ограниченія потерь лицъ, вступающихъ въ сдѣлку, соблюдается на всѣхъ европейскихъ биржахъ общее правило: допускать при срочныхъ операціяхъ меньшіе сроки, такъ какъ при этомъ легче предугадать будущее, кромѣ того чѣмъ меньше при сдѣлкѣ будетъ посредниковъ, тѣмъ меньшіе размѣры приметъ разница курса, и, наконецъ, если-бы приходилось ежедневно выполнять обязательства, то это требовало-бы большой траты времени и т. п. Вотъ почему на биржахъ устанавливаются ликвидационные дни 15 и 30 cadaго мѣсяца. При заключеніи сдѣлокъ на срокъ обыкновенно продаютъ % бумаги, не имѣя ихъ въ наличности. Въ случаѣ недовѣрія къ контрагенту требуютъ отъ него обезпеченій. Подобное право предоставляется продавцамъ повсемѣстно: въ противномъ случаѣ операція остается непокрытой (*vendre á décou-*

vert). Последнее обстоятельство впрочем несколько не противорѣчитъ юридической природѣ срочной сдѣлки. Размеры требуемыхъ обезпеченій зависятъ отъ личности контрагента и отъ характера % бумаги: при % бумагахъ, допускающихъ наименьшія колебанія, какъ напр. государственныя бумаги, берется задатокъ меньше—около  $\frac{1}{2}\%$  со всей суммы сдѣлки; при бумагахъ же, подвергающихся рѣзкимъ колебаніямъ, требуется задатокъ въ большихъ размерахъ.

Здѣсь слѣдуетъ, какъ кажется, упомянуть, что на биржахъ не все виды % бумагъ являются объектами срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ, такъ напримѣръ, на парижской биржѣ на срокъ котируется 206 и на наличныя 577 видовъ % бумагъ, на берлинской срочныя сдѣлки заключаются относительно 30 бумагъ, остальные же 1000 продаются на наличныя. Точно также и на петербургской биржѣ предметомъ срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ являются немногія бумаги.

Вслѣдствіе крупнаго экономическаго значенія срочныхъ сдѣлокъ въ области народно-хозяйственной жизни, онѣ получили широкое развитіе на всехъ европейскихъ биржахъ какъ на товарныхъ, такъ и на фондовыхъ и вылились въ рѣзко опредѣленныя формы, приспособленныя къ жизни торговыми обычаями. Наша биржа какъ бы сторонится срочныхъ фондовыхъ сдѣлокъ. Это видно между прочимъ изъ сопоставленія утвержденныхъ общимъ собраніемъ гласныхъ „правилъ для срочныхъ вексельныхъ сдѣлокъ въ иностранной валютѣ“ и „сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ фондовъ и акцій на Петербургской биржѣ“. Изъ указаннаго сопоставленія вытекаетъ, что срочныя сдѣлки на иностранные векселя ликвидируются какъ *per medio*, такъ и *per ultimo*. Причемъ (§ 6) оговорено, что выданные векселя не должны быть срокомъ далѣе 3 мѣсяцевъ

и короче 14 дней. Иной характер приданъ сдѣлкамъ по фондамъ и вообще % бумагамъ: они покупаются на наличныя деньги (§ 2), но для облегченія контрагентовъ, вступающихъ въ сдѣлки, выговаривается особый срокъ доставки, не превышающій 14 дней (§ 3). Благодаря введенію этого условія какъ бы выдвигаются въ биржевую практику срочныя сдѣлки, хотя съ другой стороны это правило объясняется нашими пространствами. Положимъ, кѣмъ либо требуются % бумаги одесскаго кредитнаго общества или же херсонскаго земельного банка, которыхъ на петербургской биржѣ въ данное время нѣтъ, между тѣмъ для доставки ихъ требуется достаточный промежутокъ времени, поэтому-то для облегченія биржевыхъ оборотовъ и введено вышеуказанное правило.

Указавъ въ существенныхъ чертахъ на экономическую сторону срочныхъ сдѣлокъ, а также отношеніе къ нимъ биржи, перейдемъ къ разсмотрѣнію ихъ съ точки зрѣнія дѣйствующаго законодательства.

Наше дѣйствующее законодательство не содержитъ положительнаго запрещенія совершать срочныя сдѣлки за исключеніемъ 2167 ст. I ч. X т., воспрещающей срочныя сдѣлки на акціи. Ст. 2167, § 2 гласитъ слѣдующее: „всякія условія между частными лицами какъ на биржѣ, такъ и внѣ оной, о покупкѣ, продажѣ *акцій или росписокъ*, не за наличныя деньги, а съ поставкою къ извѣстному сроку по извѣстной цѣнѣ рѣшительно воспрещаются, съ тѣмъ, чтобы условія таковыя, если будутъ представлены къ суду, считать недѣйствительными, а обличенныхъ въ подобныхъ сдѣлкахъ подвергать наказаніямъ, за азартныя игры установленнымъ. Маклеровъ, же и нотаріусовъ, которые отважатся совершать сего рода условія, отрѣшати отъ должностей“. Какъ видно, приведенная статья ограничительная и, по общему юридическому

правилу, распространительному толкованію не подлежит. Видимо, законодатель, издавая ее, имѣлъ ввиду запрещеніе лишь срочныхъ сдѣлокъ на акціи, предоставивъ на волю сторонъ заключать таковыя относительно всѣхъ другихъ видовъ % бумагъ. На это указываетъ источникъ этой статьи: она цѣликомъ позаимствована изъ Высочайше утвержденнаго 9 декабря 1836 г. положенія о компаніяхъ на акціяхъ, изданнаго чтобы съ одной стороны сколько можно болѣе дать свободы въ ихъ подвижности и развитіи, а съ другой стороны оградить по возможности, отъ послѣдствій легкомыслія и необдуманной предприимчивости“. Изъ приведенной цитаты едва ли возможно сдѣлать выводъ относительно огульнаго осужденія нашимъ законодательствомъ срочныхъ сдѣлокъ на фонды и на другія процентныя бумаги—за исключеніемъ акцій.

Съ другой стороны, едвали, возможно сослаться на ст. 2167, утверждая будто-бы срочныя операціи противорѣчатъ намѣренію законодателя, такъ какъ трудно думать, чтобы законодатель все время продолжалъ оставаться на одной точкѣ зрѣнія, не обращая вниманія на совершившіяся въ теченіе полустолѣтія крупныя перемѣны не только въ области нашей экономической жизни, но и во всемъ мірѣ. На такой точкѣ зрѣнія стояло продолжительное время законодательство другихъ европейскихъ государствъ. Но такъ какъ запрещеніе срочныхъ сдѣлокъ не принесло ожидаемой отъ него пользы, то тамъ сначала пытались вести борьбу съ биржевою игрою принятіемъ разныхъ мѣръ. Такъ напр. заподозрѣвая въ каждой биржевой сдѣлкѣ азартную игру, законодатель во Франціи съ цѣлью предупрежденія таковой ввелъ правило, въ силу котораго можно было продавать на срокъ только тѣ бумаги, которыя находятся въ собствен-

ности продавца <sup>23)</sup>). Въ противномъ случаѣ сдѣлка считалась недѣйствительною.

Но и это нисколько не помогло—какъ узнать имѣтъ ли продавецъ въ собственности тѣ бумаги, которыя онъ продаетъ? Требовать предъявленія ихъ и депонированія у маклера, черезъ котораго совершается сдѣлка—обременительно для лица, заключающаго сдѣлку, и вообще стѣснительно для развитія торговаго оборота, а это едва-ли можетъ соответствовать видамъ законодателя.

Для иллюстраціи недѣйствительности борьбы противъ подобнаго рода сдѣлокъ здѣсь будетъ уместно привести по этому вопросу слѣдующій разговоръ, прекрасно поясняющій существо срочныхъ сдѣлокъ: когда при Наполеонѣ III сильно развилась въ Парижѣ спекуляція, то онъ пригласилъ бирж. синдика, чтобы выяснить вопросъ о срочныхъ сдѣлкахъ и ихъ вредѣ. На предложенные имъ вопросы синдикъ отвѣтилъ ему такъ: В. В. если водовозъ привезетъ мнѣ воду и я куплю еще бочку, которой у него въ наличности нѣтъ, то ему ничего не стоитъ поѣхать къ Сенѣ и доставить воду черезъ нѣкоторое время. Въ такомъ точно положеніи находится продавецъ бумагъ—если въ данный моментъ у него ихъ нѣтъ, то онъ обращается на биржу «il y a à la bourse une rivière des rentes». Отсюда сама собою вытекаетъ непрактичность указываемаго въ законѣ правила,—обязательно имѣть въ наличности продаваемые на срокъ бумаги, поэтому многіе суды при разборѣ дѣлъ о срочныхъ сдѣлкахъ смотрятъ на цѣль сдѣлки, на *намыреніе* сторонъ.

Наше дѣйствующее законодательство стоитъ на той же точкѣ зрѣнія, какъ и французское. Такъ какъ срочныя сдѣлки на процентныя бумаги, за исключеніемъ ак-

<sup>23)</sup> Grünhut ibid 8 стр. Code pénal 422 стр.

цій, прямо закономъ не воспрещены, то по дѣйствующему русскому законодательству договоръ на срокъ согласно 1389 и 1407 статьямъ I ч. X т. дѣйствителенъ и обязателенъ въ томъ случаѣ, когда продающій является собственникомъ бумаги, относительно которой заключена сдѣлка, и для признанія его дѣйствительнымъ согласно 711 ст. (I ч. X т.) не требуется письменнаго договора. Письменный же договоръ требуется согласно 1742 ст. X т. когда онѣ заключаются въ видѣ поставки.

Приведенныя соображенія экономическаго характера а также разсмотрѣнїе срочныхъ операцій съ точки зрѣнїя нашего законодательства вполне указываютъ на ихъ законность. Этотъ выводъ подкрѣпляется узаконеніемъ биржевыми обычаями заключенія срочныхъ сдѣлокъ на вексельные курсы. Откуда логически вытекаетъ, что нѣтъ никакой необходимости запрещать срочныя сдѣлки на процентныя бумаги, какъ вытекающія изъ потребностей экономической жизни.

Указавъ на экономическій и юридическій характеръ срочныхъ сдѣлокъ, перейдемъ къ разсмотрѣнїю разнородныхъ модификацій основной срочной биржевой сдѣлки. Срочныя сдѣлки дѣлятся на слѣдующіе виды: 1) покупка на срокъ непремѣнно (*fix. ferme*), 2) сдѣлка съ преміей и 3) сдѣлки на разность. Разсмотримъ каждую изъ указанныхъ группъ въ отдѣльности. 1) Сдѣлка на срокъ непремѣнно представляетъ договоръ, въ силу котораго % бумага покупается и продается по курсу дня, въ какой заключается сдѣлка, но сдача послѣдуетъ въ назначенный срокъ, въ день исполненія. Раньше наступленія срока требовать сдачи или приѣма % бумагъ ни одна изъ сторонъ не имѣетъ права. Въ случаѣ исполненія сдѣлки, каждая изъ сторонъ обязана увѣдомить своего контрагента о совершеніи покупки или продажи и воз-

никшей изъ такого дѣйствія разницы. Слѣдовательно въ этомъ случаѣ, продавецъ выиграетъ, если % бумага понизится въ день ликвидаціи, всю сумму, на которую бумага понизилась, и обратно проиграетъ, если она повысится.

Пояснимъ сказанное примѣромъ: куплено 1-го сентября 100 билетовъ Восточнаго займа по сто рублей, значить на 10000 рублей, съ обязательствомъ сдать въ концѣ сентября. Въ этотъ промежутокъ времени курсъ купленныхъ бумагъ упалъ до 95 руб. Значить, покупатель потерялъ 500 руб., а продавецъ выигралъ ту же сумму; или возьмемъ обратный случай, курсъ повысился до 105, покупатель выигралъ 500 руб., а продавецъ понесетъ потерю.

Приведенный примѣръ указываетъ на характерный признакъ операціи: въ ней не ограниченъ размѣръ риска для продавца и покупателя, поэтому совершеніе сдѣлокъ въ такой формѣ нерѣдко представляетъ для вступающихъ въ договоръ значительный рискъ. Для того чтобы избѣжать большихъ потерь, введены въ договоръ особыя условія, измѣняющія отчасти экономическія послѣдствія сдѣлки. Сюда относится твердая сдѣлка съ каждодневнымъ востребованіемъ.

б) Для уменьшенія потерь при сдѣлкѣ съ точнымъ срокомъ исполненія обязательства биржа ввела въ практику твердую сдѣлку съ каждодневнымъ востребованіемъ (*fix und täglich*), отличающуюся отъ предыдущей тѣмъ, что покупатель или продавецъ имѣетъ право требовать сдачи % бумагъ, хотя бы ежедневно, съ условіемъ предварительнаго извѣщенія за день покупателя или продавца о желаніи сдать или принять бумагу.

2) Сдѣлки съ преміей (*Praemiengeschäft, marsché á prime, put and call*). Такъ какъ при покупкахъ на срокъ непременно

потери могут достигнуть значительныхъ размѣровъ особенно въ случаяхъ длинныхъ сроковъ, — хотя въ дѣйствительности биржевыя правила ограничиваютъ сроки — и тѣмъ будутъ значительнѣе для продавца или покупателя, чѣмъ ниже упадетъ или повысится цѣны % бумагъ, или вексельныхъ курсовъ, то биржевая практика изобрѣла особую форму сдѣлокъ внесеніемъ въ срочныя сдѣлки новыхъ условій, не измѣняющихъ содержанія сдѣлки, а уменьшающихъ рискъ потерь для контрагентовъ, вступающихъ въ биржевую сдѣлку. Такимъ образомъ этотъ видъ сдѣлокъ возникъ, если не съ цѣлью вполне избѣжать, то по крайней мѣрѣ оградить отъ потерь при колебаніяхъ цѣнъ бумагъ. Этой цѣли служатъ сдѣлки съ преміей.

Сдѣлка съ преміей представляетъ такого рода договоръ, при которомъ покупатель или продавецъ обязуются уплатить другъ другу известную премію съ каждой процентной бумаги въ случаѣ такого повышенія или пониженія цѣны бумаги, которое будетъ представляться для одной изъ участвующихъ сторонъ крайне невыгоднымъ. Пояснимъ сказанное примѣромъ. Положимъ г. N купилъ 100 облигацій Восточнаго займа по 100 руб. за штуку съ такого рода условіемъ: онъ приметъ ихъ въ томъ случаѣ, если цѣна облигацій съ наступленіемъ опредѣленнаго срока (Stichtag) не упадетъ ниже 95. Въ противномъ случаѣ онъ уплачиваетъ премію за отступленія отъ выполнения договора въ 2 рубля. Съ паденіемъ курса ниже 95 для него выгоднѣе отступить отъ договора, уплативъ продавцу премію въ 200 руб., чѣмъ принять облигаціи и потерять 500 руб.

Премія (option money) уплачивается или покупщикомъ или продавцомъ въ томъ случаѣ, когда кто либо изъ нихъ находитъ для себя болѣе выгоднымъ уплатить отступное взаменъ выполненія обязательства. Ввиду, одна-

ко, разнаго рода соображеній биржевая практика ввела въ эту сдѣлку нѣкоторыя ограниченія, такъ на нашей биржѣ при сдѣлкахъ съ преміей право выбора выполненія и отказа предоставляет только одной сторонѣ—покупщику. На другихъ-же биржахъ, какъ напр. на лондонской, предоставляется это право обоимъ контрагентамъ, точно такимъ же образомъ практикуется эта операція на нѣмецкихъ биржахъ. Соотвѣтственно этому, если правомъ отказа пользуется плательщикъ за уплату премій, то такая сдѣлка носитъ названіе *Vorgrämie*—премія на пріемъ; въ противномъ же случаѣ, т. е. когда это право представлено продавцу, то *Rückgrämie*—премія на сдачу. Заявленія о пріемѣ бумагъ или уплатѣ преміи дѣлаются въ предпоследній день ликвидаціи.

Очевидно, сдѣлки, съ преміей могутъ быть практикуемы только на тѣхъ биржахъ, гдѣ обороты процентными бумагами достигли болѣе или менѣе значительныхъ размѣровъ, притомъ, очевидно, пользуются ею при сдѣлкахъ на бумаги, подвергающіяся болѣе рѣзкимъ колебаніямъ, преимущественно на акціи. Изъ нашихъ биржъ она ведется только на петербургской и то не въ значительныхъ размѣрахъ.

Она имѣетъ такое же экономическое значеніе, какъ и всякая срочная сдѣлка съ тѣмъ лишь отличіемъ, что вступающій въ сдѣлку съ преміей получаетъ нѣкоторыя гарантіи противу несенія потерь ввиду большой неустойчивости объектовъ биржевыхъ сдѣлокъ. Такимъ образомъ, сдѣлка съ преміей представляетъ собою ничто иное, какъ договоръ объ отступномъ, гдѣ контрагентъ за уплату условленной ранѣе суммы отступаетъ отъ выполненія договора въ случаѣ его невыгодности. Согласно нашему дѣйствующему законодательству можно думать, что сдѣлки съ преміей принадлежатъ къ числу правильныхъ (X т.

Г ч. 569 ст.), такъ какъ предметомъ ихъ является дѣйствіе (1528 ст.), имѣющее имущественный интересъ. Согласно же 1530 ст. Г ч. X т. гражданскихъ законовъ всякаго рода условія, законамъ не противныя, какъ-то: о срокѣ, неустойкѣ, обезпеченіи, предоставляется сторонамъ вносить по ихъ желанію въ договоры. Отсюда вытекаетъ законность вышеуказанной сдѣлки.

б) Стелляжъ или двойная сдѣлка съ преміей (Stellage, Doppelprämiengeschäft). Суть этой сдѣлки состоитъ въ томъ, что каждому изъ контрагентовъ за уплату условленной преміи, заключающейся обыкновенно въ курсѣ процентныхъ бумагъ, предоставляется право выбора между покупкою и продажею условленныхъ процентныхъ бумагъ. Введеніемъ стелляжа въ практику достигается значительная гарантія для лицъ, ведущихъ биржевыя сдѣлки, такъ какъ благодаря сдѣлкѣ стелляжа рискъ заранее ограниченъ извѣстными предѣлами, поэтому въ одинаковой мѣрѣ пользуются этою формою какъ крупные, такъ и мелкіе спекулянты.

Для поясненія этой сложной сдѣлки представимъ примѣръ:

Н заключаетъ 1-го апрѣля съ В сдѣлку стелляжа на акціи Волжско-Камскаго банка срокомъ на мѣсяць, выговаривая себѣ право либо принять, либо сдать 100 акцій банка черезъ опредѣленный срокъ. Сдать онъ условился по 720, а принять по 730 за акцію. Благодаря сдѣлкѣ онъ является или продавцомъ или покупщикомъ. При этой операціи онъ получитъ прибыль или убытокъ, если цѣна акцій превыситъ намѣченную границу: такъ если акціи будутъ по 715 р., то онъ получитъ прибыли 500 р., въ противномъ же случаѣ, т. е. когда повысится до 725, то онъ получитъ убытку 500 р. и т. д. Въ томъ же случаѣ когда его контрагентъ совершаетъ по-

ставку бумагъ, то онъ получить прибыль или убытокъ, смотря по колебанію цѣны акцій.

с) Сдѣлка кратная (*Nachgeschäft, une comunc, Nachgeschäft*). Особенность биржевыхъ сдѣлокъ заключается въ цѣломъ рядѣ осложненій, вызываемыхъ самымъ характеромъ той публики, среди которой возникаютъ названныя операціи. Неистошное воображеніе биржевиковъ создаетъ все новыя и разнообразныя формы сдѣлокъ, представляющія въ большинствѣ случаевъ развитіе лишь первоначальныхъ. Сюда относятся кратныя сдѣлки—тѣ-же срочныя сдѣлки, въ которыхъ одному изъ контрагентовъ предоставляется право, за уплату опредѣленной преміи, требовать поставки двойнаго, тройнаго количества  $\%$  бумагъ, составляющихъ предметъ сдѣлки.

Это бываетъ въ томъ случаѣ, когда покупатель  $\%$  бумагъ по курсу, благодаря пониженію ихъ биржевой стоимости, несетъ потери, но сохраняя увѣренность въ будущемъ повышеніи биржевой стоимости, онъ требуетъ отъ контрагента поставки двойнаго, тройнаго количества купленной бумаги и, въ случаѣ оправданія его расчетовъ, не только не проиграетъ, но даже получить нѣкоторый барышъ.

Самая сдѣлка получила названіе кратной, вслѣдствіе того что сумма ставки увеличивается вдвое, втрое и т. д. противу первоначальной. Поясимъ сказанное примѣромъ: А продалъ 100 облигацій восточнаго займа по 100 р. Значитъ В помѣстилъ свой капиталъ въ 10 т. р. Курсъ облигацій понизился до 95—онъ теряетъ 500 р. и его капиталъ равняется 9,500 р.—онъ требуетъ отъ продавца поставки этой бумаги въ томъ же количествѣ, когда она упала до 90 руб.—слѣдовательно на двойной суммѣ купленныхъ  $\%$  бумагъ онъ не понесъ никакой потери и даже приобретаетъ барышъ, когда курсъ  $\%$  бумагъ опять подыметъ.

Этою формою биржевыхъ сдѣлокъ пользуются и на

петербургской биржѣ, хотя въ ограниченныхъ размѣрахъ. Вообще-же пользуются ею, какъ и предыдущею, сравнительно немногія лица, спеціально занимающіяся биржевыми спекуляціями, а не ищущія прочнаго помѣщенія капиталовъ въ  $\%$  бумагахъ.

3) Всѣ указанныя формы биржевыхъ сдѣлокъ принадлежатъ къ числу болѣе или менѣе употребительныхъ на главнѣйшихъ европейскихъ биржахъ съ тѣмъ отличіемъ, что однѣ болѣе распространены, другія менѣе. Особенно сильно пользуются ими на лондонской, парижской и берлинской биржахъ. Но особенность всѣхъ ихъ состоитъ въ томъ, что заключая ихъ приходится съ наступленіемъ срока выполнить обязательство доставкою бумагъ или же отказаться отъ него за уплату определенной преміи, между тѣмъ сторонамъ, заключившимъ сдѣлку, нерѣдко представляется болѣе удобнымъ, по условіямъ денежнаго или фондоваго рынка, отсрочить на нѣкоторый срокъ исполненіе принятыхъ обязательствъ. Последней цѣли служатъ двѣ операциі: репортъ и депортъ, поэтому онѣ носятъ общее названіе операциій для просрочки (prolongation). Та и другая практикуется на петербургской биржѣ.

Репортъ представляетъ такого рода биржевую операцию, въ которой продажа  $\%$  бумагъ совершается по нисшей цѣнѣ съ одновременною покупкою по высшей.

Къ этой операциі прибѣгаютъ, когда у одной изъ сторонъ нѣтъ достаточнаго количества денегъ, между тѣмъ существуетъ твердое убѣжденіе въ томъ, что  $\%$  бумаги подымутся въ цѣнѣ. Примѣръ: N, нуждаясь въ деньгахъ для покрытія своихъ обязательствъ, продаетъ B 100 облигацій восточнаго займа по 100 р. съ одновременной покупкой ихъ къ извѣстному сроку у него-же или другаго лица по 102. На первый взглядъ, заключая подобную сдѣлку, онъ какъ-бы теряетъ при этой опера-

ці двѣсти рублей, но его комбинаціи оправдаются если курсъ восточнаго займа повысится до 103, въ этомъ случаѣ, помимо своевременнаго полученія необходимой для его оборотовъ суммы денегъ, онъ получитъ барышъ.

Въ биржевыхъ бюллетеняхъ парижской, берлинской и др. биржъ публикуются цѣны депорта и репорта. На нашихъ биржахъ та и другая операція, т. е. депортъ и репортъ, практикуется, главнымъ образомъ, въ тѣхъ случаяхъ, когда берлинская биржа нуждается въ кредитныхъ рубляхъ при наступленіи ликвидаціонныхъ дней, между тѣмъ на мѣстѣ ихъ нѣтъ. А такъ какъ требуется наличность, то въ такихъ случаяхъ кредитными рублями снабжаютъ берлинскую биржу нѣкоторые изъ петербургскихъ банковъ или представители берлинскихъ банковъ.

На биржѣ бываютъ такого рода случаи, что съ наступленіемъ ликвидаціоннаго дня—день выполненія обязательствъ—биржевикъ не имѣетъ въ наличности  $\%$  бумагъ, между тѣмъ по его комбинаціямъ  $\%$  бумаги или же кредитные рубли, служащіе объектомъ биржевыхъ сдѣлокъ, должны понизиться чрезъ нѣкоторое время въ цѣнѣ. Въ такомъ случаѣ онъ одновременно совершаетъ покупку на наличныя необходимыхъ ему  $\%$  бумагъ или кредитныхъ рублей и продаетъ такого же рода бумаги на срокъ по цѣнѣ нисшей противу покупной. Пояснимъ сказанное. Положимъ, N нуждается въ 100 облигаціяхъ восточнаго займа. Покупая ихъ у В 1 сентября по 100 руб. за штуку—онъ продаетъ ихъ тому же В (или другому лицу) на 1 октября по 98 руб. Такимъ образомъ онъ теряетъ на этой операціи 200 р. Казалось-бы что N долженъ понести потери, но тутъ можетъ быть нѣсколько комбинацій, дѣлающихъ это предположеніе невѣрнымъ: онъ раньше продалъ ихъ дороже, чѣмъ купилъ; онъ надѣется въ концѣ сентября кушитъ ихъ по 96 руб. и, такимъ образомъ,

не понесетъ никакой потери и т. д. Какъ видно, въ этой формѣ какъ бы совершается заемъ  $\%$  бумагъ и другихъ объектовъ биржевыхъ сдѣлокъ. Слѣдовательно, депортомъ называется такого рода операція которою пользуются для одновременной покупки биржевыхъ объектовъ по высшей цѣнѣ и продажѣ по нисшей. Прибѣгають къ ней въ томъ случаѣ, когда у биржевика есть деньги, но нѣтъ необходимыхъ ему  $\%$  бумагъ. При такихъ условіяхъ указанная сдѣлка, само собою разумѣется, представляетъ ничто иное, какъ особый видъ займа, при которомъ ссуда обеспечивается  $\%$  бумагами. Съ точки зрѣнія нашего законодательства подобнаго рода сдѣлка можетъ быть вполне приравнена ссудѣ, хотя по существу между обѣими операціями существуетъ разница.

Къ депорту прибѣгають въ случаяхъ преобладанія на биржѣ пессимитическихъ видовъ на пониженіе цѣнъ  $\%$  бумагъ. Для лицъ, вступающихъ въ сдѣлку, эта операція выгодна, такъ какъ въ этомъ случаѣ одна изъ сторонъ получаетъ высокіе проценты (18 $\%$  и выше), другая взамѣнъ ихъ необходимые объекты биржевыхъ сдѣлокъ. Что же касается до обезпеченія сторонъ, вступающихъ въ сдѣлку, то въ этомъ случаѣ она представляетъ нѣкоторый рискъ, не всегда гарантируя возможность выполненія.

По словамъ лицъ, посѣщающихъ биржу, на петербургской биржѣ депортъ введенъ въ послѣднее десятилѣтіе, прежде на ней практиковалась операція репорта. По словамъ нѣкоторыхъ писателей репортъ введенъ былъ у насъ Выс. утв. мнѣніемъ Госуд. Совѣта 14 іюня 1848 г. (нынѣ 2168 ст. 1 ч. X т.). По своему, однако, характеру эта послѣдняя операція представляетъ собою ссуду подъ обезпеченіе  $\%$  бумагами.

4. Сдѣлки на разность (*Differenzgeschäfte*, *operation au different*). Сдѣлки на разность принадлежатъ къ типу

срочныхъ сдѣлокъ, но съ такого рода отличіемъ: въ срочныхъ сдѣлкахъ результатомъ является поставка и пріемъ въ ликвидаціонный день цѣнностей, относительно которыхъ состоялась сдѣлка, въ сдѣлкахъ же на разность дѣйствительной поставки и требованія биржевыхъ цѣнностей нѣтъ, а договариваются только относительно уплаты разности между продажной и курсовой цѣною. Такимъ образомъ, эта форма сдѣлокъ принадлежитъ къ числу фиктивныхъ срочныхъ сдѣлокъ при которыхъ, рѣшительно нѣтъ надобности въ пріобрѣтеніи какихъ либо % бумагъ, а слѣдовательно въ формѣ этой сдѣлки совершается азартная игра. Далѣе благодаря сдѣлкамъ на разницу, на биржу проникаютъ такія лица, которыя, по ихъ положенію и денежной самостоятельности, не могутъ внушать ни малѣйшаго довѣрія, между тѣмъ они вносятъ на биржу весьма неустойчивый и вредный элементъ не профессиональныхъ биржевиковъ, а мелкихъ игроковъ, стоящихъ вдали отъ дѣлъ и посему въ концѣ концовъ несущихъ потери и оказывающихъ вредное вліяніе на общество. Сдѣлки на разность представляютъ опасность въ томъ отношеніи, что, при рѣзкихъ колебаніяхъ курса % бумагъ, потери достигаютъ крупныхъ размѣровъ. Ввиду особенно важнаго значенія сдѣлокъ на разницу, практикуемыхъ въ широкихъ размѣрахъ на берлинской биржѣ и оказывающихъ вліяніе на колеблимость русскаго кредитнаго рубля, пояснимъ сказанное примѣромъ, близко касающимся нашего отечества.

Игра на кредитные рубли на берлинской биржѣ. Общее правило биржевой спекуляціи—играть самую неустойчивою бумагою, такъ какъ въ этомъ случаѣ представляется болѣе шансовъ выиграть на колебаніяхъ курса. Къ числу наиболѣе колеблющихся объектовъ принадлежатъ наши кредитные рубли. Являются онѣ колеблющимися не

потому, чтобы народное хозяйство въ Россіи шло плохо— оно не можетъ такъ идти при 100 мил. трудящагося населенія, а потому что кредитный рубль является тѣмъ же векселемъ, цѣнность котораго зависитъ отъ мнѣнія лицъ, владѣющихъ подобнаго рода обязательствомъ, по которому трудно ожидать уплаты тою же валютою на которою онъ выданъ. При господствѣ подобной неустойчивой денежной единицы, бываетъ достаточно малѣйшихъ слуховъ политическаго или экономическаго характера, чтобы поколебать довѣріе къ кредитному рублю.

Впервые явилась возможность спекуляціи, или точнѣе игра кредитными рублями со времени разрѣшенія вывоза кредитныхъ рублей за границу, послѣдовавшаго впервые въ 1862 году. До этого времени вывозъ кредитныхъ рублей—раньше ассигнацій—былъ воспрещенъ, благодаря, главнымъ образомъ, опасенію, что въ случаѣ дозволенія свободы ввоза и вывоза представится легкая возможность ввоза фальшивыхъ ассигнацій, какъ это и было въ XVIII вѣкѣ. Казалось бы, при устраненіи возможности играть на повышеніе и пониженіе ассигнацій, курсъ ихъ долженъ быть устойчивымъ. На самомъ же дѣлѣ цѣнность ихъ сильно упала и дошла до крайнихъ предѣловъ къ 1817 г. Это обстоятельство, очевидно, указывало, что нельзя видѣть въ разрѣшеніи свободы ввоза и вывоза ассигнацій причинъ пониженія ихъ цѣнности, какъ утверждаютъ нѣкоторые изъ писателей по вопросу о нашемъ денежномъ обращеніи <sup>24)</sup>. Запрещеніемъ ввоза и вывоза ассигнацій, а впослѣдствіи кредитныхъ рублей, искусственно ограничивалось обращеніе ихъ, совмѣстно съ чѣмъ уменьшился и спросъ на нихъ. По этой причинѣ, въ случаяхъ потребности заграничныхъ уплатъ, приходилось

<sup>24)</sup> Познанскій въ своей брошюрѣ «Денежный вопросъ» является убѣжденнымъ сторонникомъ этой мысли.

платить или векселями или золотомъ или же процентными бумагами—хорошо когда они находились въ наличности, въ противномъ случаѣ представлялось болѣе выгоднымъ уплачивать кредитными рублями, черезъ что расширялась область ихъ обращенія, а слѣдовательно подымалась ихъ цѣнность.

Приведенныя соображенія побудили наше правительство отмѣнить въ 1862 г. существовавшее запрещеніе вывоза кредитныхъ рублей и они сдѣлались объектомъ биржевой спекуляціи на берлинской биржѣ, гдѣ нашему правительству приходилось неоднократно заключать займы.

Спекуляціи тѣмъ болѣе представлялась выгоднымъ пользоваться ими, что послѣ войны 1877—1878 г. пришлось для покрытія расходовъ, вызванныхъ войною, прибѣгнуть къ огромнымъ выпускамъ кредитныхъ билетовъ, и, такимъ образомъ, явилась легкая возможность получать ихъ въ большихъ количествахъ и выполнять принимаемыя спекулянтами обязательства при срочныхъ сдѣлкахъ на разницу.

Пояснимъ сказанное примѣромъ. Положимъ, въ январѣ былъ курсъ 100 рублей 220 марокъ (въ Берлинѣ). А купилъ 50 тыс. рублей на мартъ, курсъ въ это время повысился до 230, значитъ, онъ на курсѣ выиграетъ 5 т. марокъ. Если-же курсъ понизится на 10 марокъ, то онъ потеряетъ 5 т. Очевидно, кредитные рубли являются очень удобнымъ объектомъ биржевой игры, такъ какъ они находятся въ большомъ количествѣ и ихъ достать очень легко. Отсюда видно, что приемы биржевой игры на кредитные рубли тѣ же, которые практикуются относительно другихъ видовъ биржевыхъ цѣнностей. Разумѣется, при заключеніи сдѣлокъ на разницу, нѣтъ необходимости имѣть въ наличности рубли для покрытія—они необходимы когда требуютъ предъявленія ихъ и поэтому

достаточно уплатить разницу. Очевидно спекулянты не будут брезгать никакими мѣрами для полученія барышей и готовы прибѣгнуть къ разнымъ мѣрамъ для достиженія цѣли. Ввиду возникшаго въ семидесятыхъ годахъ въ правительственныхъ сферахъ убѣжденія въ возможности борьбы съ понижателями цѣнности кредитнаго рубля, для этого были принимаемы разныя мѣры. Мѣры были неодинаковы: однѣ клонились къ повышенію курса посредствомъ усиленнаго направленія изъ за границы траттъ въ Россію, другія же, какъ указывалось въ газетахъ, выражались въ покупкѣ кредитныхъ рублей на берлинской биржѣ съ требованіемъ уплаты въ ликвидаціонные дни не разницы только, а наличнаго матеріала. Стремясь болѣе укрѣпить свое положеніе за границей, министерство финансовъ держало значительныхъ размѣровъ металлическій фондъ у иностранныхъ банкировъ, который служилъ признакомъ полной возможности Россіи своевременно производить уплату % по долгамъ. Благодаря отчасти принятымъ мѣрамъ, а еще болѣе урожайнымъ годамъ и вслѣдствіе этого огромному экспорту, курсъ рубля повысился съ 200 на 245 марокъ на Берлинѣ. Спекуляція, однако, не прекращала своихъ дѣйствій.

Здѣсь невольно возникаетъ вопросъ, какимъ же образомъ берлинская биржа доставала въ требуемомъ количествѣ матеріалы для покрытія обязательствъ по продажѣ рублей? Въ публикѣ обвиняли наши частныя кредитныя учрежденія, будто они помогали берлинцамъ выйти изъ затруднительнаго положенія, высылая по почтѣ запасы кредитныхъ рублей взамѣнъ присылаемыхъ имъ бумагъ преимущественно восточнаго займа. По этому поводу въ печати былъ возбужденъ вопросъ о принятіи мѣръ противъ биржевой игры на берлинской биржѣ и

возникло даже требованіе конфискаціи пересылаемыхъ по почтѣ кредитныхъ рублей. Рекомендуемая мѣра оказалась неудобною, такъ какъ посылка кредитныхъ рублей по почтѣ закономъ не воспрещена и кромѣ того, если бы мѣра и была принята, она не достигла бы цѣли, ибо будутъ требовать присылки взамѣнъ бумагъ золота, а это отразится угнетающемъ образомъ на вексельномъ курсѣ.

Частный примѣръ сдѣлокъ на разность въ достаточной мѣрѣ указываетъ не только на бесполезность этого рода операцій, но и на вредъ ихъ съ экономической точки зрѣнія. Между тѣмъ сдѣлки на разность совершаются въ формѣ срочныхъ сдѣлокъ, такъ что провести между ними разницу трудно. Затрудняясь въ этомъ, законодательство повсемѣстно стало относиться ко всякаго рода срочнымъ сдѣлкамъ враждебно, принимая рядъ мѣръ къ ограниченію ихъ. Наилучшимъ средствомъ для достиженія указанной цѣли казалось строгое запрещеніе ихъ и лишеніе возникающихъ изъ сдѣлокъ на разницу исковъ судебной защиты. Средство простое, но рѣзко расходящееся съ потребностями экономической жизни, поэтому оно мало достигало цѣли.

Не касаясь исторіи развитія сдѣлокъ на разницу, рассмотримъ тѣ возраженія, которыя обыкновенно приводятся противъ нихъ. Какъ было упомянуто, въ теченіи продолжительнаго времени сдѣлки на разность не были признаваемы законодательствомъ и были лишены судебной защиты. Однако, въ послѣднее время взглядъ законодателя сильно измѣнился подъ вліяніемъ двухъ фактовъ: съ одной стороны—борьба противъ нихъ оказалась бесполезною, съ другой стороны—экономическій анализъ сущности сдѣлокъ на разницу привелъ къ убѣжденію, что онѣ далеко не оказываютъ такого вреднаго вліянія какое имъ обыкновенно приписываютъ и, наконецъ, запрещеніе

сдѣлокъ на разницу предоставляет возможность при невыгодности сдѣлки уклоняться отъ ея исполненія и, такимъ образомъ, безнаказанно нарушаются недовольною стороною принятыя обязательства.

Ввиду этого возникаетъ вопросъ—что же представляетъ изъ себя сдѣлка на разность съ юридической точки зрѣнія? Нѣкоторые приравниваютъ ее къ закладу, но едва ли это справедливо, и вотъ почему: когда кто либо бьется объ закладъ, то результатъ обезпечивается определеннымъ видомъ имущества, чего нѣтъ при сдѣлкѣ на разность. Слѣдовательно въ этомъ случаѣ онѣ отличаются отъ заклада съ виѣшной стороны.

Другіе утверждаютъ, будто она представляетъ собою обыкновенное пари, но и этого нѣтъ, потому что при пари существуетъ увѣренность въ личномъ знаніи или силѣ. Въ данномъ же случаѣ подобный элементъ отсутствуетъ. Ввиду указанныхъ соображеній сдѣлки на разность съ принципіальной точки зрѣнія ни по формѣ, ни по содержанію не отличаются отъ срочныхъ. Съ установленіемъ подобнаго воззрѣнія на сдѣлки на разность, измѣнился взглядъ на нихъ въ юридической литературѣ и въ законодательствѣ. Писатели юристы какъ въ другихъ государствахъ, такъ и у насъ настаиваютъ на признаніи этого вида сдѣлокъ дѣйствительными.

§ 20. Таковы главнѣйшія формы биржевыхъ сдѣлокъ, при помощи которыхъ совершаются биржевыя операціи какъ на иностранныхъ биржахъ, такъ и у насъ. Разница между нашей биржей и заграничными заключается въ томъ, что тамъ, благодаря большей свободѣ и благопріятнымъ условіямъ, изслѣдовано экономическое значеніе формъ биржевыхъ сдѣлокъ и определена ихъ юридическая сторона, обычаи же восполнили недостающее и упрочили дальнѣйшее развитіе, чему особенно содѣйство-

вали учрежденія, облегчающія быстроту торговаго оборота и укрѣпляющія прочность биржевыхъ сдѣлокъ.

Къ числу подобныхъ способовъ принадлежитъ: а) институтъ маклеровъ-посредниковъ при совершеніи биржевыхъ сдѣлокъ. Этотъ институтъ введенъ и на нашихъ биржахъ, но ввиду важнаго общественнаго значенія посредниковъ, совершающихъ котировки, нуждается въ нѣкоторыхъ измѣненіяхъ, о которыхъ сказано въ предыдущемъ.

б) Большая часть биржевыхъ сдѣлокъ заключается при участіи посредниковъ маклеровъ, обыкновенно выдающихъ контрагентамъ записки, въ которыхъ кратко пишется, что такимъ-то куплены у такого-то товары или % бумаги съ обозначеніемъ цѣны и срока доставки. Такія записки называются маклерскими, подписываются обѣими сторонами и, какъ таковыя, являются однимъ изъ способовъ доказательства совершенной сдѣлки. Другой видъ записей выдается не присяжными маклерами, на петербургской биржѣ „*menogandum*“, имѣющій такую-же форму, какъ и маклерская записка. Существенной разницы между ними нѣтъ и обѣ онѣ являются только способами доказательствъ совершенной сдѣлки.

с) На всѣхъ биржахъ введены ликвидационные дни въ срединѣ и въ концѣ мѣсяца. Благодаря такому порядку не приходится затрачивать лишняго времени и затѣвать при расчетахъ споры, такъ какъ дни установленія цѣнъ, доставки бумагъ и т. п. точно предусмотрѣны биржевыми обычаями. Ввиду того что расчеты по биржевымъ операціямъ представляли значительныя затрудненія и требовали затраты времени вслѣдствіе отсутствія особаго учрежденія для взаимныхъ расчетовъ по сдѣлкамъ, то съ развитіемъ биржевыхъ оборотовъ стала сознаваться потребность въ подобномъ учрежденіи. Для удовле-

творенія вышеназванной потребности учредили на берлинской биржѣ Liquidationsverein (ликвидационная палата), въ составъ которой входятъ все лица, посѣщающія биржу. Благодаря ликвидационной палатѣ все расчеты оканчиваются быстро, такъ какъ каждое лицо, ведущее дѣла на биржѣ, сообщаетъ ликвидационному бюро данныя о всехъ сдѣлкахъ (Scontobogen), вслѣдствіе чего одинаковыя обязательства взаимно погашаются, а доставляется только излишекъ требованій.

d) Для улаженія споровъ, возникающихъ изъ биржевыхъ сдѣлокъ, устроены синдикальныя камеры, цѣль которыхъ заключается въ посредничествѣ и въ рѣшеніи споровъ, возникающихъ на биржѣ между заинтересованными лицами.

Все указанныя учрежденія упрочились на западно-европейскихъ биржахъ; часть ихъ введена и на нашихъ биржахъ—но дѣйствіе ихъ затруднено благодаря несовершенству ихъ устройства.

Лицамъ, далеко стоящимъ отъ биржи, все указанныя учрежденія могутъ казаться не существенными. Въ дѣйствительности, однако, такой пробѣлъ влечетъ за собою большія неудобства, препятствующія нашей биржѣ занять то положеніе, которое принадлежитъ ей, какъ представительницѣ одного изъ крупнѣйшихъ хозяйствъ въ мірѣ.

§ 21. Разборъ доводовъ, приводимыхъ противъ биржевыхъ операцій. Законодательство всехъ странъ долгое время относилось весьма подозрительно къ срочнымъ биржевымъ операціямъ, ложно отождествляя ихъ съ азартною игрою, поэтому лишало всякой защиты возникавшіе изъ сдѣлокъ иски. Съ выясненіемъ экономической стороны биржевыхъ сдѣлокъ, вытекающихъ изъ потребностей современнаго народно-хозяйственнаго строя, сдѣлалось вполне очевиднымъ во первыхъ, что биржевыя операціи не то-

жественны съ азартною игрою, и во вторыхъ запрещенія, направленныя противъ срочныхъ сдѣлокъ, не содѣйствуя прекращенію биржевой игры, стѣсняють биржевые обороты и благопріятствуютъ развитію недобросовѣстности, такъ какъ, въ случаяхъ невыгодности сдѣлки, каждый могъ не выполнять принятыхъ на себя обязательствъ. Ввиду указанныхъ соображеній законодатель въ западно-европейскихъ государствахъ кореннымъ образомъ измѣнилъ свой взглядъ на этотъ видъ торговой дѣятельности.

Это обстоятельство даетъ намъ поводъ сдѣлать анализъ биржевыхъ сдѣлокъ съ экономической точки зрѣнія и разсмотрѣть тѣ возраженія, которыя обыкновенно приводятъ противъ биржи, а ужъ затѣмъ видно будетъ—противорѣчитъ ли она цѣлямъ народнаго хозяйства.

а) Утверждаютъ, будто биржа отвлекаетъ капиталы отъ производительныхъ помѣщеній. Такъ ли это? Во первыхъ на биржахъ совершается покупка и продажа товаровъ, значитъ, въ этомъ случаѣ биржа, являясь мѣстомъ спроса и предложенія товаровъ и капиталовъ, содѣйствуетъ развитію производства и обмѣна въ области народнаго хозяйства. Независимо отъ этого, значительныхъ размѣровъ капиталы привлекаются къ помѣщенію въ  $\%$  бумаги, но бумаги представляютъ свидѣтельство о затратѣ капиталовъ въ какія либо предпріятія. Такимъ образомъ, благодаря подобнаго рода помѣщеніямъ происходитъ освобожденіе однихъ капиталовъ и направленіе ихъ въ какое либо производство. Хотя а priori можно утверждать, что это не всегда бываетъ такъ, тѣмъ не менѣе обращеніе  $\%$  бумагъ на биржѣ имѣетъ то неоспоримое значеніе для народнаго хозяйства, что оно даетъ возможность превращать свободный капиталъ въ затраченный <sup>25)</sup>.

<sup>25)</sup> Гаттенбергеръ. Законодательство и биржевая спекуляція 146 стр.

в) Биржевыя операціи, развивая въ народѣ духъ нажиры и вредныя инстинкты, влекутъ къ тому, что лица, владѣющія небольшими средствами, втягиваясь въ биржевую игру, нерѣдко теряютъ свои сбереженія. Оберегая ихъ справедливые интересы, законодатель находитъ неблагоразумнымъ предоставлять свободу биржевымъ операціямъ. Настолько ли представляется указанный аргументъ вѣскимъ, чтобы ради него запрещать или стѣснять биржевыя срочныя сдѣлки, когда подобныя воспрещенія не приводятъ ни къ какимъ положительнымъ результатамъ? Несомнѣнно, цѣль законодателя заключается вообще въ поддержаніи общихъ интересовъ, но не заключается ли она также въ укрѣпленіи законности и справедливости въ обществѣ и въ прекращеніи возможности обходить законъ? При развитіи биржи многіе теряютъ, но еще больше выигрываетъ народное хозяйство, а такъ какъ благо большинства преимущественно заслуживаетъ защиты, то отсюда само собою вытекаетъ необходимость защиты законодательствомъ срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ.

с) Далѣе моралисты говорятъ, что биржевыя операціи основаны на обманѣ людей. Биржевыя сдѣлки спекулятивны, но спекуляція представляетъ собою характерный признакъ всякой торговой сдѣлки: здѣсь играетъ роль знаніе и предусмотрительность, но не обманъ. Несомнѣнно, этимъ признакомъ биржевая сдѣлка отличается отъ ажіотажа—биржевой игры, въ которой все зависитъ отъ слѣпаго случая, котораго ни предугадать, ни предусмотрѣть нельзя. Тѣ сдѣлки оканчиваются уплатою разницы между продажнымъ и биржевымъ курсомъ, а не доставкою бумагъ или товаровъ, въ чемъ выражается экономическое дѣйствіе биржи. Слѣдовательно, едва-ли возможно привести противъ биржевыхъ операцій вѣскія возраженія съ точки зрѣнія нравственности современнаго

намъ общества, ибо въ такомъ случаѣ пришлось бы отрицать весь современный строй и народное хозяйство, въ основу котораго положены тѣ же начала, которыя лежатъ въ основаніи биржи.

d) Самый важный, съ экономической точки зрѣнія, доводъ, приводимый противъ биржи, заключается въ томъ, что биржевыя операціи колеблютъ стоимость товаровъ, % бумагъ и вексельныхъ курсовъ. Колебанія-де являются послѣдствіемъ спекуляціи, которая, имѣя въ виду получение барышей, стремится къ колебанію вексельнаго курса % бумагъ, безъ чего нѣтъ выигрыша. Разумѣется, при подобныхъ колебаніяхъ одни выигрываютъ, другіе проигрываютъ на разницѣ двухъ курсовъ. Гдѣ же лежитъ причина колебаній, вредно отражающихся не только на частныхъ, но и на государственныхъ интересахъ?—въ дѣйствиіи закона спроса и предложенія. При отсутствіи спроса и предложенія нѣтъ и колебаній. Слѣдовательно, биржевыя сдѣлки являются только формой, въ которой выражается спросъ и предложеніе. Но изъ формъ биржевыхъ сдѣлокъ однѣ колеблютъ курсы товаровъ и % бумагъ больше, другія меньше. По силѣ дѣйствія надо различать: сдѣлки на наличныя, срочныя и сдѣлки на разность—въ однѣхъ спросъ и предложеніе предъявляютъ большую силу, такъ какъ совершается дѣйствительная покупка, въ другихъ меньшую.

Для лучшаго выясненія экономической стороны затронутого вопроса рассмотримъ вліяніе, оказываемое каждымъ видомъ сдѣлокъ въ отдѣльности. Рассмотримъ сначала вліяніе сдѣлокъ на наличныя.

Въ этомъ случаѣ при совершеніи сдѣлки очевидно дѣйствіе и вліяніе закона спроса и предложенія, осложняемаго нѣкоторыми побочными обстоятельствами. Положимъ, данъ приказъ купить на 100 тыс. руб. закладныхъ лис-

товъ извѣстной серіи; у продавца въ наличности ихъ нѣтъ или же находятся въ ограниченномъ количествѣ, поэтому онъ запрашиваетъ за нихъ дороже. Въ такомъ случаѣ покупатель уплачиваетъ за нихъ ту сумму, которая, по его расчету, будучи помѣщена въ эти бумаги, принесетъ ему нормальную прибыль. Предѣломъ колебаній является не потребительная ихъ годность, а соображеніе о сравнительной выгодѣ. Очевидно, въ этомъ случаѣ колебанія зависятъ исключительно отъ спроса и предложенія бумагъ, а также и отъ мнѣнія покупателя о нормальномъ  $\%$ , приносимомъ ему помѣщеніемъ капитала. Иное вліяніе оказываютъ срочныя сдѣлки, потому что ими пользуются въ большинствѣ случаевъ не для прочнаго помѣщенія капиталовъ, а въ расчетѣ нажить при размѣщеніи  $\%$  бумагъ на разницѣ курсовъ извѣстную сумму денегъ. Самъ по себѣ подобный родъ сдѣлокъ принадлежитъ къ вполне спекулятивнымъ. Покупщикъ пріобрѣтаетъ партію  $\%$  бумагъ по курсу ликвидаціоннаго дня, черезъ мѣсяць—слѣдовательно, по мнѣнію покупателя, курсъ повысится, а по мнѣнію продавца, отдающаго бумаги, упадетъ, почему онъ и принимаетъ на себя обязательство доставить ихъ къ сроку. Въ этомъ случаѣ обѣ стороны руководствуются ихъ расчетами, принимая въ соображенія не только мѣстныя условія, но и общій ходъ экономической и политической жизни, хотя нерѣдко увлекаются расчетами и слухами о размѣрахъ спроса и предложенія биржевыхъ цѣнностей. Само собою разумѣется, въ этомъ случаѣ наибольшую силу проявляетъ дѣйствіе закона спроса и предложенія, а поэтому срочныя операціи могутъ оказывать сильное колебательное вліяніе на биржевыя цѣнности и на товары.

Вліяніе сдѣлокъ на разницу. По силѣ дѣйствія на колеблимость товаровъ и  $\%$  бумагъ онѣ уступаютъ сроч-

нымъ сдѣлкамъ: въ этомъ случаѣ нѣтъ дѣйствительнаго спроса и предложенія, ибо вся сдѣлка оканчивается уплатою разницы. Поэтому этотъ видъ операций, существуя при другихъ срочныхъ сдѣлкахъ, можетъ оказать на колебаніе цѣнъ значительное вліяніе, только вслѣдствіе ложныхъ слуховъ о биржевыхъ сдѣлкахъ, которыхъ на самомъ дѣлѣ нѣтъ. Колебанія являются слѣдствіемъ того, что при совершеніи операций принимаются въ расчетъ размѣры мнимыхъ сдѣлокъ и подъ вліяніемъ подобнаго факта на биржахъ происходитъ сильная борьба между заинтересованными лицами, отражающаяся на колебаніяхъ цѣнъ. Съ наступленіемъ же ликвидаціи можетъ оказаться, что спросъ на  $\frac{1}{2}$  бумаги далеко не такъ великъ, какъ можно было судить на основаніи предварительныхъ слуховъ о размѣрахъ сдѣлокъ, и на самомъ дѣлѣ ко времени окончанія не требуется доставки бумагъ, а сдѣлка оканчивается уплатою разницы. Какъ только обнаружится такой фактъ, сейчасъ же понижается стоимость  $\frac{1}{2}$  бумагъ и товаровъ и, такимъ образомъ, срочныя операціи на разницу не могутъ оказывать столь угнетающаго вліянія на биржевыя операціи, какъ на этомъ многіе настаиваютъ, такъ какъ въ этомъ случаѣ не существуетъ необходимости доставки запродаанныхъ бумагъ, а слѣдовательно нѣтъ необходимости покупать ихъ, а все оканчивается уплатою разницы.

Все сказанное о вліяніи разныхъ сдѣлокъ на колебаніе цѣнъ, а также анализъ ихъ экономическаго значенія приводитъ къ такому общему выводу: биржа имѣетъ право на существованіе, являясь однимъ изъ необходимыхъ учрежденій, гдѣ концентрируется спросъ и предложеніе товаровъ и денежныхъ капиталовъ. Современное народное хозяйство безъ биржъ не мыслимо: только при ихъ помощи и могутъ быть реализуемы огромные выпуски  $\frac{1}{2}$  бумагъ для совершенія разнаго рода пред-

пріятій, а равно быстро и успѣшно распределены товары. Поэтому нельзя отказать биржѣ въ крупномъ значеніи въ области народнаго хозяйства по увеличенію производства или ускоренію обмѣна, а, слѣдовательно, необходимо примириться съ срочными биржевыми операціями, составляющими суть биржевыхъ сдѣлокъ.

§ 22. Но одно представляютъ собою биржи—другое биржевая игра. Послѣдней мало дѣла до производительности помѣщеній—на первомъ планѣ она имѣетъ въ виду частный интересъ реализовать наибольшіе барыши, значитъ, ей рѣшительно нѣтъ никакого дѣла до предпріятій, ради которыхъ выпущены  $\%$  бумаги. Вся исторія биржъ служитъ самымъ краснорѣчивымъ свидѣтельствомъ подобнаго положенія и наряду съ полезною стороною въ дѣятельности биржи, проявится дѣйствіе необузданной игры курсомъ,  $\%$  бумагами и товарами, нисколько несогласное съ потребностями и нуждами общества. Послѣднее обстоятельство даетъ многимъ поводъ обвинять биржу. Къ этому присоединяется тѣмъ больше поводовъ, что биржа отличается необычайною чуткостью ко всякимъ перемѣнамъ и недовѣрчивостью, и въ такихъ случаяхъ всѣ цѣнности быстро понижаются. Предпринимаемая же усилія къ поднятію вексельнаго курса нерѣдко безплодны; тоже самое надо сказать и о подъемѣ цѣны  $\%$  бумагъ. Обвинять, однако, биржу за подобную подвижность и нестойкость цѣнностей нѣтъ основаній, если принять во вниманіе тотъ горючій матеріаль, которымъ она оперируетъ. Если на биржахъ продается товаръ, то онъ имѣетъ потребительную цѣнность и по этому ниже извѣстныхъ предѣловъ не понижается, но возьмемъ  $\%$  бумаги: всякое не только маловажное нарушеніе, но даже ожиданіе перемѣны установленнаго политическаго, экономическаго и финансоваго порядка можетъ оказать угнетающее вліяніе на

цѣну процентныхъ бумагъ и вексельный курсъ, и трудно указать предѣлы ихъ колебаній. Поэтому сильное развитіе биржевыхъ операцій оказываетъ вредное вліяніе, разжигая аппетиты на крупные выигрыши и барыши (слѣдовательно заставляетъ людей жаждать сравнительно легкой наживы), съ другой стороны онѣ сильно колеблютъ цѣны товаровъ, вексельный курсъ и % бумаги, что отражается вреднѣйшимъ образомъ не только на частныхъ интересахъ, но и на всемъ народномъ и государственномъ хозяйствѣ. Ввиду всѣхъ указанныхъ соображеній ни въ одной странѣ биржа не возбуждала къ себѣ симпатій, а наоборотъ вражду со стороны общества и правительствъ.

Биржа и биржевыя операціи являются логическимъ послѣдствіемъ современнаго экономическаго строя и, хотя онѣ оказываютъ не мало вреда, но вредъ уравнивается пользою, и безъ биржъ едва-ли было бы возможно осуществленіе современныхъ гигантскихъ предпріятій, требующихъ огромныхъ капиталовъ. Самое существованіе широкаго государственнаго кредита, являющагося однимъ изъ источниковъ покрытія расходовъ, находится въ сильной зависимости отъ хорошей организаціи биржъ. Ввиду всѣхъ сихъ соображеній биржевое законодательство въ западно-европейскихъ государствахъ подверглось кореннымъ измѣненіямъ. Иначе и быть не могло, такъ какъ вѣковой опытъ доказалъ бесплодность борьбы противъ биржевыхъ операцій. Ввиду чего едвали совмѣстно съ достоинствомъ законодателя и съ потребностями времени оставлять такіе пробѣлы въ области биржеваго законодательства, какъ у насъ, поэтому несравненно было-бы лучше выработать законодательство, съ одной стороны ограждающее справедливые интересы общества, съ другой непрешающее широкому развитію торговыхъ оборотовъ.

§ 23. Дѣйствующее законодательство о биржевыхъ операціяхъ въ Англіи, Германіи и Франціи. Первое законодательство, посвященное биржѣ, появилось въ той странѣ, гдѣ биржи получили важное экономическое значеніе, въ Англіи. Вслѣдствіе цѣлаго ряда злоупотребленій и обмановъ, совершавшихся на лондонской биржѣ, въ 1734 году былъ изданъ парламентскій актъ Бернарда, объявившій сдѣлки, носящія характеръ премій или пари, лишенными судебной защиты и предоставилъ сторонѣ право требовать обратно сдѣланные по нимъ платежи. Такимъ образомъ, срочныя сдѣлки были закономъ воспрещены. Законъ этотъ дѣйствовалъ въ теченіе продолжительнаго времени, но когда было выяснено, что подобнаго рода запрещенія, не принося никакой пользы, стѣсняютъ дальнѣйшее развитіе биржевыхъ операцій, а слѣдовательно и развитіе экономической жизни, то въ судахъ постепенно стали смягчать законодательство и судьи предпочитали руководиться при ихъ рѣшеніяхъ главнѣйшимъ образомъ сложившимися на биржѣ обычаями. Хотя выше указанное законодательство не отмѣнено до сихъ поръ, тѣмъ не менѣе срочныя сдѣлки и сдѣлки на разность узаконены обычаемъ.

Германія. Подобный же путь прошло законодательство въ Германіи. Тамъ точно также законодательство въ теченіе продолжительнаго времени относилось къ биржевымъ операціямъ подозрительно, но уже въ 1815 г. мин. финансовъ Пруссіи заявлялъ, что, по его мнѣнію, срочныя сдѣлки заслуживаютъ покровительства закона, и затѣмъ вскорѣ законность срочныхъ сдѣлокъ на прусскія бумаги была признана, а въ 1860 году были устранены дѣйствовавшія до того времени ограниченія срочныхъ сдѣлокъ относительно не прусскихъ процентныхъ бумагъ. Иное отношеніе встрѣтили сдѣлки на разность: онѣ дол-

гое время не признавались и, въ настоящее время, когда дѣло доходить до суда, то судъ разсматриваетъ, входило-ли въ *нампуреніе* сторонъ уплата разницы или же доставка бумагъ, и, если обнаруживаетъ, что подъ покровомъ срочныхъ сдѣлокъ совершаются сдѣлки на разность, то отвергаетъ ихъ.

Наиболѣе поучительною представляется исторія французскаго законодательства о биржевыхъ сдѣлкахъ. Нигдѣ не велась такая упорная борьба противъ биржи и биржевыхъ операцій, какъ здѣсь—и понятно почему. Нигдѣ биржевая игра не привела къ столь роззорительнымъ результатамъ, какъ во Франціи, благодаря знаменитому Джону Ло. Слѣды неумѣренныхъ увлеченій ажіотажемъ остались продолжительное время въ памяти народонаселенія. Въ 1785 и 1786 гг. были изданы эдикты, объявившіе ничтожными срочныя сдѣлки въ томъ случаѣ, когда стороны, заключавшія ихъ, не имѣли въ наличности  $\frac{1}{10}$  бумагъ, служившихъ объектомъ сдѣлки. Послѣдующее законодательство продолжительное время держалось этого взгляда, и только съ тридцатыхъ годовъ начинаетъ проникать новое вѣяніе въ область биржевыхъ операцій и, наконецъ, послѣ цѣлаго ряда проектовъ и предположеній, въ 1885 г. былъ принятъ законъ, „коимъ всѣ сдѣлки съ бумагами и другими кредитными цѣнностями на срокъ, признаются дѣйствительными и никто не вправе отказываться отъ обязанностей, вытекающихъ изъ этихъ сдѣлокъ, ссылкою на 1965 ст. гражданскаго кодекса, даже въ томъ случаѣ, если сдѣлка имѣла конечнымъ результатомъ уплату разницы“ <sup>26)</sup>.

<sup>26)</sup> Студентскій М. С. Биржа, спекуляція и игра. 40 стр. Мы рекомендуемъ этотъ трудъ каждому лицу, желающему познакомиться съ юридической стороной биржевыхъ операцій. См. также соч. Л. Н. Ниссоловича О биржахъ.

§ 24. Сравнительный очеркъ дѣйствующаго законодательства о биржахъ и ихъ устройствѣ у насъ и въ друг. государствахъ приводитъ къ общему выводу о полной неполнотѣ и несостоятельности нашего торговаго устава: важнѣйшія правила биржи, касающіяся вопросовъ перво-степенной важности, не нашли себѣ выраженія въ нашемъ торговомъ уставѣ и въ торговыхъ обычаяхъ, не смотря на настойчиво предъявляемыя по этому предмету требованія со стороны торгово-промышленнаго класса, особенно съ конца шестидесятыхъ годовъ, когда впервые возникли банки, желѣзныя дороги и сильно развилась торговля. Правительство видимо было заинтересовано въ восполненіи этого пробѣла и въ 1869 г. поручило особой комиссіи, составленной изъ представителей разныхъ вѣдомствъ и лицъ, посѣщающихъ биржу, выработать спеціальное биржевое законодательство, но, однако, до сихъ поръ, не смотря на всю важность и крайнюю необходимость подобнаго рода нормъ, ничего въ этомъ направленіи не было сдѣлано, если не считать изданіе биржевыхъ уставовъ 70-хъ годахъ, коснувшихся преимущественно организаціи биржъ. Ввиду подобныхъ пробѣловъ въ области нашего торговаго законодательства, вредно отражающихся на развитіи биржевыхъ оборотовъ, было-бы желательно далѣе не оставлять этого вопроса безъ вниманія.

Не только представители практики стремились къ измѣненію биржеваго законодательства—въ одинаковой мѣрѣ указывали на желательность измѣненія юристы. Не многіе наши цивилисты, занимавшіеся вопросомъ о биржевыхъ операціяхъ, пришли къ тому же выводу, что борьба въ этомъ случаѣ не достигаетъ цѣли, а слѣдовательно, и всякаго рода репрессивныя мѣры, заключающіяся въ непріемѣ исковъ, вытекающихъ изъ срочныхъ сдѣлокъ бесполезны. Отсюда понятно, что никакихъ практиче-

скихъ цѣлей запрещеніемъ совершенія срочныхъ операцій не можетъ быть достигнуто.

§ 25. Въ предыдущемъ было указано на наше дѣйствующее законодательство о срочныхъ операціяхъ, поэтому нѣтъ болѣе необходимости останавливаться на немъ, и мы перейдемъ къ нашей судебной практикѣ. Здѣсь сказывается вліяніе господствующей въ обществѣ путаницы въ понятіяхъ относительно биржевыхъ сдѣлокъ: наша практика враждебно относится къ срочнымъ биржевымъ сдѣлкамъ, смѣшивая ихъ съ ажіотажемъ (сдѣлки, результатами которыхъ является лишь уплата разницы).

Подобное смѣшеніе проглядываетъ въ сенатскихъ рѣшеніяхъ. Сенатъ (4 департаментъ) смѣшиваетъ срочныя сдѣлки на процентныя бумаги со сдѣлками на разность и подводитъ ихъ подъ понятіе азартной игры, согласно 444 статьѣ т. XIV уст. о пред. и пресѣч. прест. или же согласно 1529 ст. § 5 считаетъ ихъ заключаемыми ко вреду государственной казны. Очевидно мотивировка мало вяжется съ сущностью срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ, вытекающихъ изъ условій современной намъ торгово-промышленной жизни. Впрочемъ между предыдущими и послѣдующими рѣшеніями Сената заключается разница и Сенатъ, видимо, признаетъ недѣйствительными только чистыя сдѣлки на разность (См. рѣшеніе по дѣлу торгов. дома Волковъ съ сыновьями съ Кокушкинымъ въ 1888 г.).

#### IV. Заключение.

§ 26. Все предыдущее касается юридической стороны биржевых операций, но есть въ вопросѣ другая сторона—это народно-экономическое и государственное значеніе нашихъ биржъ. Главнѣйшій фактъ заключается въ ихъ несамостоятельности, вслѣдствіе отсутствія достаточной силы для противодѣйствія иностраннымъ биржамъ.

Если народное хозяйство находится въ удовлетворительномъ положеніи, то иностранной спекуляціи, дѣйствующей угнетающимъ образомъ на положеніе нашего кредита и на кредитный рубль нѣтъ простора: она встрѣчаетъ противодѣйствіе тамъ же на биржахъ со стороны заинтересованныхъ лицъ, опирающихся на прочное экономическое и финансовое положеніе страны. Блестящимъ примѣромъ является Франція послѣ погрома 1870 года, когда ей пришлось уплатить 5 миллиардовъ франковъ. Уплата огромной контрибуціи почти не повліяла на паденіе курса банковыхъ билетовъ и черезъ четыре года они ходили *à pari* съ золотомъ.

Несомнѣнно, наши биржи, какъ представительницы русскаго народнаго хозяйства, заинтересованы въ укрѣпленіи его экономическаго и финансоваго могущества и конечно онѣ могли бы содѣйствовать ему, если-бы не отличались такою удивительною слабостью и несамостоятельностью. Столь любопытное явленіе вызываетъ непосредственно вопросъ, гдѣ же кроется причина слабости и несамостоятельности русскихъ биржъ? Подобный вопросъ не окажется неожиданнымъ для каждаго лица, сколько нибудь знакомаго съ исторіей биржъ и нашего кредитнаго и денежнаго обращенія, слѣдовательно понимающаго, при наличности какихъ условій можетъ быть достигнуто содѣйствіе биржъ

народному хозяйству. Для объясненія факта достаточно припомнить, что наше финансовое вѣдомство въ теченіе продолжительнаго времени не задавалось мыслью объ освобожденіи Россіи отъ иностраннаго гнета, напротивъ, въ силу крайней необходимости, дѣлалось все для подчиненія—путемъ заключенія за границею займовъ и одновременно не предпринималось никакихъ мѣръ для подъема благосостоянія массы населенія. Повсемѣстно, съ начала текущаго вѣка, принимали мѣры къ упроченію денежнаго обращенія, къ развитію банковъ всевозможныхъ наименованій, которые бы привлекали къ себѣ вклады и такимъ путемъ содѣйствовали-бы развитію въ народѣ сбереженій—у насъ на эту сторону не обращалось въ такой степени вниманія, въ какой она заслуживаетъ. Въ значительной степени вина въ этомъ лежитъ на гр. Канкринѣ—упорномъ противникѣ банковъ, который, въ теченіе весьма продолжительнаго времени управленія министерствомъ финансовъ, не устроилъ въ Россіи ни одного кредитнаго учрежденія и, такимъ образомъ, въ то время какъ въ западно-европейскихъ государствахъ на эту сторону было обращено особенное вниманіе—у насъ ничего не было сдѣлано. Спихватились нѣсколько поздно—въ шестидесятыхъ годахъ въ самый разгаръ реформъ и стройки желѣзныхъ дорогъ, требовавшихъ весьма крупныхъ средствъ. За отсутствіемъ внутренняго рынка пришлось обратиться къ ежегоднымъ позаимствованіямъ за границею и прибѣгнуть къ заключенію внѣшнихъ мѣталлическихъ займовъ. Биржи, ихъ устройство и операціи въ это время почти не привлекали къ себѣ вниманія, ибо укоренилось сознаніе, что онѣ представляютъ собою еще учрежденія, не окрѣвшія и не самостоятельныя; между тѣмъ съ каждымъ днемъ въ обществѣ возрастала къ нимъ интересъ—и въ тоже время становилась

очевидною полная ихъ зависимость отъ иностранцевъ. Наши биржи не только не противодействовали понижающему движению спекулянтовъ на биржахъ Европы и подчинились имъ, но нерѣдко шли впереди, не имѣя достаточныхъ умственныхъ и матеріальныхъ средствъ для борьбы съ болѣе вліятельными биржами и особенно берлинской, гдѣ обращалось наибольшее количество русскихъ государственныхъ % бумагъ и гдѣ, главнымъ образомъ, опредѣляется курсъ кредитнаго рубля. Твердое сознаніе объ этомъ явилось въ восьмидесятыхъ годахъ и было принято рядъ мѣръ, вызванныхъ стремленіемъ избавиться отъ этой зависимости. Во первыхъ, всѣ котировки было рѣшено писать въ биржевыхъ бюллетеняхъ на русскую валюту. Необходимость подобнаго измѣненія давно указывалась въ нашей журналистикѣ, такъ какъ подобнымъ изображеніемъ всегда возможно дать каждому отчетъ о стоимости нашихъ денегъ на иностранныхъ рынкахъ. Далѣе, было измѣнено время посѣщенія биржи съ такимъ расчетомъ, чтобы посѣтители собирались на биржу не послѣ берлинской, а до и поэтому опредѣлили время посѣщенія отъ 11<sup>1/2</sup>—12<sup>1/2</sup> часовъ, на что указывали биржевые маклера въ концѣ шестидесятыхъ годовъ.

Не отрицая полезности введенныхъ мѣръ, я держусь того взгляда, что подобными внѣшними мѣрами придать самостоятельности нашимъ биржамъ нельзя—для этого требуются существенныя улучшенія въ области народнаго хозяйства, а затѣмъ и другія мѣры, спеціально касающіеся организаціи биржи и биржеваго управленія.

§ 27. Биржа наша не самостоятельна—этотъ фактъ не подлежитъ сомнѣнію, понятно поэтому она не можетъ содействовать упроченію государственнаго кредита и вексельнаго курса. Ютящіеся около биржъ немногія лица не могутъ сдѣлать этого по недостатку средствъ, невѣ-

жеству и помимо того не настолько заинтересованы въ дѣлѣ, чтобы укрѣплять биржевой курсъ русскихъ бумагъ и вексельный курсъ—поэтому для успѣха необходимо предварительно подготовить прочныя условія для достиженія цѣли. Эти условія двоякого рода: однѣ общія, другія спеціально касаются биржи. А Первыя заключаются въ необходимости дальнѣйшаго развитія сѣти кредитныхъ учрежденій и въ развитіи сбереженій въ массѣ народа. Только въ этомъ случаѣ и возможно достигнуть желательныхъ съ народно-хозяйственной точки зрѣнія результатовъ.

Далѣе, необходимо облегчить обращенія  $\%$  бумагъ внутри Россіи, для чего обязательно совершать уплату купоновъ, обмѣнъ и продажу государственныхъ бумагъ во всѣхъ казначействахъ. Для достиженія этой цѣли необходимо соединеніе казначействъ съ отдѣленіями Государственнаго банка <sup>27)</sup>. Разъ это будетъ сдѣлано, въ такомъ случаѣ съ нѣкоторымъ основаніемъ можно будетъ надѣяться, что наши  $\%$  бумаги сильно пойдутъ въ народъ. Для облегченія публики надо ввести во всѣхъ казначействахъ продажу таблицы тиражей и выигрышей, а то въ такомъ крупномъ центрѣ какъ Москва и то негдѣ достать таковыхъ.

Было бы желательно, чтобы м. ф—овъ выпускало рентныя бумаги, а то благодаря тиража продаются капиталы, черезъ что публика не такъ охотно стремится къ помѣщенію капиталовъ въ государственныхъ процентныхъ бумагахъ.

Всѣ указанныя мѣры повлекутъ за собою сильное распространеніе  $\%$  бумагъ въ массѣ народа, къ чему обязательно должна стремиться наша финансовая адми-

---

<sup>27)</sup> Развитію этой мысли мы отвели видное мѣсто въ нашемъ изслѣдованіи Государственный банкъ, къ которому и отсылаемъ читателя.

нистрація, такъ какъ только такимъ путемъ можетъ быть достигнуто освобожденіе Россіи отъ иностранцевъ. Въ этомъ случаѣ биржи могутъ оказать большую пользу распредѣляя въ странѣ между разными классами народа % бумаги.

В. Мѣры, непосредственно касаются биржеваго устройства. Реформа должна коснуться организациі биржи и биржевыхъ порядковъ, а именно: необходимо (въ Петербургѣ) измѣнить составъ биржевыхъ комитетовъ допущеніемъ второгильдейцевъ; измѣнить составъ котировочныхъ комитетовъ путемъ ежегоднаго выбора новыхъ членовъ. Помимо этого, слѣдовало бы ввести въ составъ комитета представителя правительственнаго надзора въ лицѣ инспектора, который бы могъ слѣдить за составленіемъ котировокъ. Лучше всего было бы возложить эту обязанность на Государственный банкъ, чтобы такимъ образомъ поставить его въ болѣе тѣсную связь съ явленіями нашей хозяйственно-торговой жизни.

Далѣе слѣдовало бы назначить ликвидаціонные дни, какъ это введено на всѣхъ биржахъ, за исключеніемъ русскихъ, не только для заключенія срочныхъ сдѣлокъ на векселя, какъ это уже введено, но и на % бумаги. Помимо указанной мѣры слѣдовало бы ввести въ составъ биржеваго управленія особую, на подобіе существующей на иностранныхъ биржахъ, палату, которая бы регулировала спорныя отношенія, возникающія по поводу биржевыхъ сдѣлокъ, при чемъ необходимо придать ей нѣкоторую дисциплинарную власть надъ лицами, посѣщающими биржу, потому что, при существующихъ условіяхъ, при всякихъ затрудненіяхъ приходится обращаться въ судъ, но не лучше-ли было бы все это оканчивать на самой биржѣ?

Далѣе, необходимо разрѣшить совершеніе срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ на фонды, какъ вытекающихъ изъ условій современной экономической жизни, и выработать соответствующее потребностямъ жизни биржевое законодательство.

Наконецъ, обязательно допустить на нашихъ биржахъ обращеніе иностранныхъ процентныхъ бумагъ, съ появленіемъ которыхъ можно надѣяться на водвореніе металлическихъ денегъ въ Россіи, такъ какъ можно съ успѣхомъ вести борьбу съ иностранцами ихъ же оружіемъ. Подобную борьбу не можетъ вести одно правительство, а все общество и народное хозяйство при посредствѣ биржи, являющейся распредѣлителемъ биржевыхъ цѣнностей.

Послѣдняя мысль встрѣчаетъ противниковъ, возражающихъ, будто у насъ не найдется лицъ, которыя бы пожелали пріобрѣтать иностранныя % бумаги, приносящія меньшій процентъ сравнительно съ нашими. Но на это мнѣніе возразимъ другое, а именно—нерѣдко ищутъ не высоко доходныхъ бумагъ, а прочныхъ. Таковыми являются металлическія бумаги. Вѣроятно, подобнаго рода возраженіе дѣлали, когда на биржахъ Лондона, Парижа, Берлина предполагали ввести котировку иностранныхъ % бумагъ. Если бы тамъ своевременно не приняли подобныхъ мѣръ, то едва ли бы указанные биржи имѣли такое вліяніе на иностранныхъ рынкахъ, какое онѣ имѣютъ въ настоящее время. Наша экономическая и финансовая исторія указываетъ, къ какимъ печальнымъ результатамъ приводитъ всякое промедленіе въ этой области: достаточно припомнить дѣятельность гр. Канкринъ, задержавшаго развитіе кредитныхъ учрежденій въ Россіи, вслѣдствіе чего пришлось искать кредиторовъ не у себя, а на сторонѣ. Послѣдствія этого у всѣхъ на виду.

Таковы тѣ мѣры, которыя необходимо ввести для укрѣпленія самостоятельности нашихъ биржъ и для постановки ихъ въ такое положеніе, при которомъ онѣ могутъ проявить свою дѣятельность съ наибольшою пользою для народнаго и государственнаго хозяйства: только такимъ путемъ можно возратить на рынокъ большую часть нашихъ внѣшнихъ и внутреннихъ долговъ. Въ послѣднее десятилѣтіе лицами, близко стоящими къ биржѣ, замѣченъ фактъ, что  $\frac{1}{2}$  бумаги поглощаетъ внутренняя Россія — съ перемѣщеніемъ бумагъ во внутрь Россіи будетъ достигнута большая стойкость биржи, а вмѣстѣ съ этимъ не будетъ давать себя чувствовать въ такой мѣрѣ паденіе курса, являющееся въ значительной степени результатомъ нашей задолженности. Не отрицая пользы за другими мѣрами, какъ напр. за нахожденіемъ за границей крупныхъ запасовъ золота, принадлежащихъ правительству, мы полагаемъ, факты текущаго времени приводятъ къ выводу, что всѣ принимавшіяся доселѣ мѣры, не касаясь сущности хозяйства, мало достигли своей цѣли. Если принимаемая мѣры не увѣличиваются желательными послѣдствіями, то значить существуютъ какіе либо недостатки, препятствующія развитію русской экономической жизни. Въ значительной степени онѣ заключаются въ отсутствіи большой свободы въ области нашей хозяйственной жизни. До сихъ поръ у насъ существуетъ опасеніе свободы, обыкновенно смѣшиваемой съ необузданностью.

Не унасъ ли господствуетъ регламентація, опека, стремленіе все предусмотрѣть отъ всего уберечь? а какіе результаты принесла подобная политика? — отсталость въ хозяйственныхъ дѣлахъ, отражающуюся на поколѣніяхъ. Мы стоимъ въ хозяйственной области за большую свободу не потому, чтобы намъ любъ былъ этотъ порядокъ, а по-

тому что видимъ въ этомъ единственный разумный выходъ изъ затруднительнаго финансоваго положенія; а то при настоящихъ условіяхъ обнаруживается слѣдующее явленіе: правительство, на которое возлагается столько обязанностей, борется съ иностранными биржами, напрягаетъ все усилія, но оно стоитъ одиноко. Борьба же можетъ увѣнчаться успѣхомъ въ томъ только случаѣ, когда въ этомъ дѣлѣ приметъ активное участіе представитель хозяйственныхъ интересовъ страны—биржа, а это можетъ быть достигнуто принятіемъ рекомендуемыхъ нами мѣръ.

---