

287  
528

808-15  
890

П. ЦИТОВИЧЪ.

# Замѣтка

по проекту правилъ

о выпускѣ облигацій

торгово-промышленными акціонерными компаніями.



С.-ПЕТЕРБУРГЪ.

Типографія В. Киршбаума, Дворц. пл., д. М ва Финансовъ.  
1905.



Печатано по распоряженію Министерства Финансовъ.



2007057978

## Замѣтка

по проекту правилъ

о выпускѣ облигацій торгово-промышленными  
акціонерными компаніями.

Проектъ ставитъ себѣ цѣлью облегчить пользованіе «облигаціоннымъ кредитомъ» для частныхъ торгово-промышленныхъ (и пароходныхъ) предпріятій акціонерной формы. Въ намѣренія проекта входитъ лишь кредитъ долгосрочный, а не вообще облигаціонный безъ различія краткосрочнаго и долгосрочнаго. Иными словами, рѣчь идетъ лишь о такихъ процентныхъ бумагахъ, по которымъ задолженность прекращается не сразу, — черезъ уплату всей капитальной суммы долга, — а постепенно, — черезъ непрерывное и регулярно-периодическое погашеніе въ теченіе десятковъ лѣтъ. Но проектъ не ставитъ себѣ задачей ввести и въ Россіи облигаціонный кредитъ краткосрочный, въ видѣ облигацій со срокомъ на полгода, на годъ или же со срокомъ по востребованію.

Далѣе. Проектъ имѣетъ въ виду такія процентныя бумаги долгосрочнаго кредита, которыя не выдаются кредиторамъ по договору съ каждымъ изъ нихъ въ отдѣльности, а выпускаются въ обращеніе по опредѣленному

§ 1. Предварительныя оговорки.

курсу, ибо назначены для размѣщенія среди широкой публики. Для большого удобства этого обращенія такія бумаги обыкновенно бывают на предъявителя. Короче: въ проектѣ рѣчь идетъ лишь о биржевыхъ цѣнностяхъ определенной группы, способныхъ къ допущенію въ биржевое обращеніе. Сдѣлки съ такими бумагами, спросъ на нихъ и предложеніе официально отмѣчаются въ бюллетенѣ биржи, въ отдѣлѣ бумагъ капитальнаго рынка (фонды въ тѣсномъ смыслѣ). Такого рода бумаги и теперь имѣютъ для себя двѣ рубрики въ бюллетенѣ С.-Петербургской биржи: а) *облигаціи частныхъ торговыхъ и промышленныхъ предприятий*, б) *облигаціи пароходныхъ обществъ*. Всѣхъ этихъ бумагъ въ обѣихъ рубрикахъ около 60, въ томъ числѣ облигаціи и такихъ предприятий, которыя уже находятся въ ликвидаціи или въ администраціи.

Преслѣдуя большее распространеніе облигацій торгово-промышленныхъ предприятий, чѣмъ это имѣетъ мѣсто теперь, проектъ стремится направить и въ эти биржевыя бумаги тѣ народныя сбереженія, которыя обыкновенно ищутъ себѣ помѣщенія въ государственныхъ бумагахъ или въ иныхъ фондахъ, какъ то: въ облигаціяхъ желѣзныхъ дорогъ, въ бумагахъ ипотечныхъ учреждений; другая же часть этихъ сбереженій поступаетъ въ государственныя сберегательныя кассы или обращается на вклады изъ процентовъ въ надежныхъ банкахъ. Согласно съ видами проекта, всѣ эти суммы, хотя бы въ извѣстной долѣ, могли бы помѣщаться въ облигаціяхъ торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предприятий, какъ въ бумагахъ «съ достаточнымъ имущественнымъ обезпеченіемъ», при томъ болѣе доходной и болѣе дешевой. Привлеченіе

такихъ суммъ въ акціи удается не такъ легко и не всегда бываетъ успѣшно. Но «широкая публика» стонитъ въ настоящее время и отъ облигацій торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предприятий. Бережливый отецъ семейства предпочитаетъ купить дорогія свидѣтельства 4% государственной ренты или закладные листы, а не дешевыя облигаціи, напр., писчебумажной фабрики Г. И. Паллизенъ, Азовскаго Пароходства или Сестрорѣцкаго Курорта.

Послѣ этихъ предварительныхъ оговорокъ, можно обратиться къ отдѣльнымъ замѣчаніямъ, прежде всего по пунктамъ разногласія, какое возникло между Кредитной Канцеляріей и Отдѣломъ Торговли.

Нынѣшній порядокъ выпуска и вообще положеніе облигацій торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предприятий основаны на ихъ отдѣльныхъ уставахъ, а въ частности регулированы практикой Кредитной Канцеляріи. Основные начала этого порядка и практики заключаются въ слѣдующемъ:

§ 2. Пункты разногласія.

а) Соблюдается извѣстное соотношеніе между размѣромъ основнаго капитала предприятия, согласно его уставу, и предѣломъ допустимой задолженности по облигаціямъ.

б) Облигаціямъ присвоено преимущество удовлетворенія предъ прочими долгами, т. е. прежде всего предъ долгами краткосрочнаго кредита (по векселямъ и по книгамъ), безразлично, возникли эти долги прежде или послѣ выпуска облигацій<sup>1)</sup>.

в) Повторительные выпуски облигацій допускаются лишь въ рѣдкихъ случаяхъ. Но и для этихъ случаевъ

<sup>1)</sup> Здѣсь, какъ и въ дальнѣйшемъ изложеніи, подъ долгами краткосрочнаго кредита разумѣются долги ст. 601 уст. судопр. торг.

неизмѣнно соблюдается правило, что облигаціи разныхъ выпусковъ удовлетворяются однѣ прежде другихъ, по старшинству,—въ порядкѣ слѣдованія выпусковъ по времени. Но съ этимъ ограниченіемъ для ихъ взаимнаго отношенія между собой, облигаціи всѣхъ выпусковъ одинаково пользуются преимуществомъ удовлетворенія предъ всѣми прочими, прежде всего, предъ краткосрочными долгами предпріятія.

Отъ этихъ основныхъ началъ дѣйствующаго нынѣ порядка въ проектѣ предположены существенныя отступленія.

Прежде всего устраняется связь между размѣромъ основного капитала и предѣломъ допустимой задолженности по облигаціямъ. Въ замѣнъ этой связи выставляется принципъ ипотечнаго покрытія (обезпеченія) облигаціонныхъ займовъ: «выпускъ облигацій допускается въ зависимости отъ цѣнности недвижимаго имущества, принадлежащаго обществу, на каковое имущество и налагается запрещеніе въ суммѣ выпускаемыхъ облигацій». Этимъ установленъ и предѣлъ допустимой задолженности по облигаціямъ,— не свыше  $\frac{3}{4}$  цѣнности недвижности.

При такомъ покрытіи, — исключительно недвижностью,—пользованіе облигаціоннымъ кредитомъ затруднено для такихъ предпріятій, которыя не имѣютъ принадлежащаго имъ недвижимаго имущества, или же, если имѣютъ, оно недостаточно значительной цѣнности. Въ такомъ положеніи часто могутъ оказаться пароходныя предпріятія, а равно и такія, у которыхъ нужная для ихъ надобностей недвижность имѣется на правѣ срочной аренды или предоставлена лишь въ пользованіе предпріятія при его учрежденіи, въ видѣ имущественнаго вклада учредителей.

Какъ бы то ни было, въ проектѣ принципъ ипотечнаго покрытія, повидимому, проведенъ вполне. Но въ проектѣ встрѣчается на этотъ счетъ одна неясность. Она вотъ въ чемъ: «Согласно предположенію Отдѣла <sup>1)</sup> общество вправѣ, не выходя изъ предѣловъ указанныхъ въ законопроектѣ (не свыше  $\frac{3}{4}$  стоимости недвижимаго имущества, принадлежащаго обществу, и пароходовъ и судовъ, а также не болѣе  $\frac{2}{3}$  собственныкъ его капиталовъ) и при условіи производства новой переоцѣнки, производить, при наличности заключеннаго уже облигаціоннаго займа, новые выпуски облигацій».

Здѣсь какъ будто сдѣлано замѣтное отклоненіе отъ принципа ипотечнаго покрытія: для повторительныхъ выпусковъ покрытіемъ оказывается не только недвижимое имущество, но также пароходы и суда, а равно и всякіе «собственные капиталы» предпріятія, т. е. и всякія движимости, какія показаны въ активѣ баланса, въ соотвѣтствіе тѣмъ статьямъ, какія значатся въ пассивѣ того же баланса, подъ названіемъ различныхъ капиталовъ предпріятія. Принимаются ли при этомъ уже существующіе долги предпріятія, въ смыслѣ вычета ихъ изъ цѣнности недвижности и движимости, тоже остается неяснымъ. Но такъ или иначе, предѣломъ допустимой задолженности предпріятія по облигаціямъ повторительныхъ выпусковъ повидимому является цѣнность не только недвижныхъ имуществъ, пароходовъ и судовъ, но также и всякихъ дви-

<sup>1)</sup> Предположенія Отдѣла сообщены въ письмѣ Его П-ва г. Управляющаго Отдѣломъ, отъ 25 апрѣля за № 3216. Ни проекта, ни объяснительной къ нему записки не было подъ руками у составителя настоящей замѣтки. Возможны поэтому ошибки въ передачѣ предположеній Отдѣла и проекта. Приведенныя въ этой замѣткѣ выдержки взяты изъ упомянутаго письма.

жимостей, только предѣлъ для послѣднихъ не  $\frac{3}{4}$ , а лишь  $\frac{2}{3}$  ихъ цѣнности. Но тогда нужно допустить, что и для перваго выпуска облигацій проектъ въ сущности допускаетъ такое же покрытие, какъ и для выпусковъ повторительныхъ, т. е. недвижимость и движимость. Иначе трудно уразумѣть, почему бы это только первый «выпускъ облигацій» допускается въ зависимости отъ цѣнности недвижимаго имущества, принадлежащаго обществу; а для выпусковъ послѣдующихъ получаетъ значеніе зависимость не только отъ цѣнности недвижимаго имущества, пароходовъ и судовъ, но, сверхъ того, еще и отъ цѣнности всякаго иного, т. е. и движимаго имущества, хотя на послѣднее имущество никакъ не можетъ быть наложено запрещеніе по суммѣ выпускаемыхъ облигацій, а секвестръ, арестъ или ручной закладъ здѣсь и по-давно невозможенъ.

Въ связи съ тѣмъ, что сейчасъ сказано, самъ собой возникаетъ вопросъ: по какимъ даннымъ должна производиться оцѣнка (или переоцѣнка) тѣхъ имуществъ, въ зависимости отъ цѣнности коихъ—и въ предѣлахъ этой цѣнности,—выпускаются облигаціи, т. е. устанавливается предѣлъ допустимой задолженности предпріятія для перваго и послѣдующихъ выпусковъ? Что для оцѣнки недвижимаго имущества непригодны здѣсь тѣ правила, какія примѣняются въ учрежденіяхъ долгосрочнаго ипотечнаго кредита, это ясно. Облигаціонные займы соразмѣрно ( $\frac{3}{4}$ ) цѣнности недвижимости оказали бы незначительную услугу торгово-промышленнымъ предпріятіямъ, если бы предѣломъ суммы выпусковъ назначить цѣну поземельныхъ участковъ и матеріальную стоимость (на словъ) зданій и вообще построекъ предпріятія. Очевидно,

нужно принять другую оцѣнку: или ту, какая сдѣлана учредителями предпріятія при его учрежденіи, или же ту, какая значится въ балансахъ уже открытаго и дѣйствующаго предпріятія. Для недвижимостей, поступившихъ отъ учредителей, оцѣнка по балансу обыкновенно продолжаетъ въ себѣ оцѣнку учредителей, несмотря на всѣ списыванія въ погасительный или возобновительный капиталъ. А потому, для краткости, подъ балансовой оцѣнкой можно разумѣть одну и другую оцѣнки. Затѣмъ, что касается пароходовъ, судовъ, другихъ движимостей, всѣхъ этихъ «собственныхъ капиталовъ» предпріятія, оцѣнка для нихъ возможна лишь одна,—*балансовая*, т. е. та, по которой опредѣляются прибыли или убытки предпріятія за данный операціонный годъ его дѣятельности. Если же такъ, то проектъ въ этомъ отношеніи ни въ чемъ не измѣняетъ тѣхъ правилъ, какихъ и теперь въ своей практикѣ придерживается Кредитная Канцелярія.

Не удержавшись исключительно на почвѣ ипотечнаго покрытия относительно предѣла допустимой задолженности предпріятій по облигаціямъ, проектъ возвращается къ этому принципу въ вопросѣ объ отношеніи облигацій къ другимъ краткосрочнымъ долгамъ. На этотъ счетъ авторъ проекта, т. е., Отдѣлъ Торговли полагаетъ:

«Согласно проекта, въ случаѣ объявленія общества несостоятельнымъ должникомъ, долгъ по непогашеннымъ ко времени открытія несостоятельности облигаціямъ, какъ обезпеченный наложеніемъ запрещенія на недвижимомъ имуществѣ общества, подлежатъ удовлетворенію изъ этого имущества преимущественно предъ всѣми другими долгами общества и наравнѣ съ претензіями, относимыми, при

несостоятельности должника, къ долгамъ перваго рода и перваго разряда (ссылка на ст. уст. судопр. торг.). Оставшаяся непогашенною указаннымъ выше порядкомъ, въ виду недостаточности недвижимаго имущества, часть долга по облигаціямъ удовлетворяется изъ прочаго имущества общества наравнѣ съ долгами перваго рода втораго разряда (ссылка на уст. судопр. торг.).

Итакъ, для установленія предѣла допустимой задолженности по облигаціямъ, къ покрытію суммы этой задолженности привлекаются не только недвижности, но и движимости, хотя въ различномъ соотношеніи цѣнности тѣхъ и другихъ къ суммѣ покрываемыхъ выпусковъ. Но когда, при ликвидаціи, возникаетъ вопросъ о покрытіи, въ смыслѣ ресурса для преимущественнаго удовлетворенія облигацій, оно, это покрытіе, сокращается до продажной цѣны той недвижности, на которую наложено запрещеніе въ обезпеченіе облигацій даннаго выпуска. Въ тѣхъ же случаяхъ, когда продажная цѣна, — не балансовая цѣнность, — покрывшей сумму облигацій недвижности недостаточна на удовлетвореніе всей суммы долга по этимъ облигаціямъ, остатокъ долга удовлетворяется изъ продажной цѣны всякаго иного имущества, но наравнѣ съ долгами краткосрочнаго кредита, по началу соразмѣрнаго распредѣленія (дивиденда).

Съ такимъ правиломъ и съ такимъ положеніемъ облигацій не согласилась Кредитная Канцелярія. Канцелярія указала на то, что такое правило могло бы быть признано развѣ въ томъ случаѣ, если бы оцѣнка недвижностей, покрывающихъ облигаціи въ смыслѣ предѣла допустимой по нимъ задолженности, производилась по тѣмъ правиламъ, какія примѣняются въ учрежденіяхъ

долгосрочнаго ипотечнаго кредита. Лишь при этомъ условіи выручка отъ продажи недвижности могла бы оказаться достаточной для удовлетворенія долга по облигаціямъ, покрывтымъ этой недвижностью; но тогда и самый облигаціонный кредитъ потерялъ бы практическое значеніе для торгово-промышленныхъ предпріятій. А потому, такъ какъ при дѣйствіи правилъ проекта цѣнность недвижностей будетъ устанавливаться по балансу и эта балансовая цѣнность будетъ давать предѣлъ допустимой задолженности предпріятія по облигаціямъ, то оставить, при ликвидаціи, ресурсомъ преимущественнаго удовлетворенія этихъ самыхъ облигацій лишь одну продажную цѣну покрывшей ихъ недвижности — значило бы въ корнѣ подорвать облигаціонный кредитъ торгово-промышленныхъ предпріятій. Въ самомъ дѣлѣ, разница между балансовой оцѣнкой зданій завода, какъ недвижности, и продажной цѣной тѣхъ же зданій на сломъ, плюсъ цѣна поземельнаго участка, на которомъ помѣщены эти зданія, можетъ простираться до 90 и болѣе процентовъ балансовой стоимости. И на всю эту разницу держатели облигацій должны искать удовлетворенія изъ остальнаго имущества предпріятія, наравнѣ съ другими кредиторами, по началу распредѣленія соразмѣрно суммѣ претензій.

Чѣмъ же оправдано изложенное выше предположеніе проекта?

«Означенное правило проектировано Отдѣломъ Торговли во вниманіе къ тому обстоятельству, что выпускъ облигацій допускается въ зависимости отъ цѣнности недвижимаго имущества, принадлежащаго обществу, на каковое имущество и налагается запрещеніе въ суммѣ

выпускаемыхъ облигацій, и что въ интересахъ обезпеченія за предпріятіями по выпуску облигацій возможности пользоваться банковымъ и частнымъ кредитомъ представлялось бы, по мнѣнію Отдѣла, соответственнымъ установить правило, что владѣльцы облигацій пользуются правомъ преимущественнаго удовлетворенія лишь изъ недвижимаго имущества» и т. д.

Кредитная Канцелярія не согласилась, наконецъ, и съ той постановкой, какая предложена въ проектѣ для повторительныхъ выпусковъ облигацій. Любопытна мотивировка этой постановки.

«Отдѣлъ Торговли принялъ во вниманіе, что въ настоящее время, при выпускѣ дополнительныхъ облигацій, права облигаціонеровъ каждаго послѣдующаго выпуска вступаютъ въ силу лишь послѣ полнаго удовлетворенія владѣльцевъ облигацій всѣхъ предшедшихъ выпусковъ, т. е. при наличности уже одного облигаціоннаго займа новые выпуски облигацій допускаются лишь на правахъ, такъ сказать, второй, третьей и послѣдующихъ ипотекъ. Въ этомъ отношеніи, по мнѣнію Отдѣла, нельзя не принять во вниманіе, что желѣзнодорожнымъ компаніямъ и нынѣ разрѣшается выпускъ дополнительныхъ облигацій, съ одинаковыми, въ порядкѣ ихъ удовлетворенія, правами, какія присвоены облигаціямъ сѣхъ компаній, уже выпущеннымъ въ обращеніе. Казалось бы цѣлесообразнымъ допустить подобный же порядокъ и относительно дополнительнаго выпуска облигацій торгово-промышленными компаніями, по слѣдующимъ соображеніямъ: 1) коль скоро въ законѣ будетъ указано на право упомянутыхъ компаній выпускать съ соблюденіемъ извѣстныхъ правилъ облигаціи на сумму не свыше  $\frac{3}{4}$  стоимости недвижимаго имуще-

ства (и не болѣе  $\frac{2}{3}$  собственныхъ капиталовъ общества), то по существу, съ точки зрѣнія задачи ввести въ практику облигаціи, какъ бумагу съ достаточнымъ имущественнымъ обезпеченіемъ,—представляется безразличнымъ, будетъ ли означенное право осуществляемо одновременно путемъ выпуска сразу, въ одинъ пріемъ, облигацій на всю допускаемую закономъ сумму или же общество будетъ производить, въ общихъ, дозволенныхъ ему по закону, предѣлахъ выпуски облигацій частично, по мѣрѣ надобности въ денежныхъ средствахъ; 2) въ настоящее время выпускъ облигацій на правахъ второй и послѣдующихъ ипотекъ, съ тѣмъ, что владѣльцы облигацій каждаго послѣдующаго выпуска получаютъ возможность осуществленія своихъ правъ лишь послѣ полнаго удовлетворенія облигаціонеровъ предшедшихъ выпусковъ, разрѣшается только въ сравнительно рѣдкихъ случаяхъ, въ видѣ исключенія; во всякомъ случаѣ, при ликвидациі дѣла, когда именно и имѣетъ значеніе вопросъ о равенствѣ и преимущественности правъ облигаціонеровъ разныхъ выпусковъ, не всегда могутъ получить удовлетвореніе и владѣльцы облигацій перваго выпуска, владѣльцы же облигацій послѣдующихъ выпусковъ въ большинствѣ случаевъ едва ли получаютъ какое-либо удовлетвореніе. Допущеніе общаго правила о возможности выпуска облигацій на правахъ первой и слѣдующихъ ипотекъ вноситъ извѣстное противорѣчіе въ постановку вопроса объ установленіи правилъ, которыя бы гарантировали большую прочность размѣщаемымъ среди широкой публики торгово-промышленнымъ облигаціямъ; правила эти имѣютъ съ одной стороны задачей предупредить по возможности выпускъ несолидныхъ бумагъ, а съ другой

стороны ими бы разрѣшался выпускъ облигацій на правахъ второй и т. д. ипотеки; облигаціи послѣдняго рода въ дѣйствительности будутъ имѣть минимальное материальное обезпеченіе и могутъ причинить въ случаѣ ликвидаціи дѣль соответствующихъ компаній большіе убытки публикѣ; проектируемыми нынѣ правилами облигаціяхъ, какъ объясняется ниже, предполагается установить представительство облигаціонеровъ въ торгово-промышленныхъ компаніяхъ; между тѣмъ, при дальѣйшемъ допущеніи выпуска облигацій неодинаковаго, въ отношеніи права на удовлетвореніе, достоинства, весьма усложнился бы вопросъ о выборѣ уполномоченныхъ отъ облигаціонеровъ, относительныхъ ихъ правахъ, способа рѣшенія дѣль на общихъ собраніяхъ владѣльцевъ облигацій разныхъ выпусковъ, интересы каковыхъ владѣльцевъ не всегда совпадаютъ и даже могутъ быть противорѣчивы между собой».

Итакъ, въ предоставляемомъ имъ «по закону правѣ» выпускать облигаціи въ границахъ цѣнности принадлежащихъ имъ всякихъ имуществъ, торгово-промышленныя предпріятія получаютъ ресурсъ, изъ котораго, по мѣрѣ надобности, можно извлекать нужныя денежныя средства чрезъ выпуски облигацій. А затѣмъ, когда ресурсъ изсякнетъ, его можно возобновить чрезъ переоцнку принадлежащихъ предпріятію имуществъ. Аналогія съ желѣзнодорожными предпріятіями есть, но она далеко не полна: желѣзнодорожной компаніи разрѣшаютъ новый выпускъ облигацій не по переоцнкѣ принадлежащаго ей имущества, а для покрытія затратъ на дѣйствительныя, — не по балансу только, — увеличенія цѣнности или доходности принадлежащаго ей имущества, находящагося притомъ же подъ дѣйствіемъ ст. 138 уст. ж. д.

Таковы пункты разногласія между Отдѣломъ Торговли и Кредитной Канцеляріей. По всѣмъ этимъ пунктамъ проектъ Отдѣла стремится произвести улучшенія въ дѣль облигаціоннаго кредита торгово-промышленныхъ предпріятій; Кредитная же Канцелярія не только не усматриваетъ въ проектѣ улучшеній, но даже предвидитъ ухудшенія.

Кто же правъ?

Безспорно, тѣ преимущества, которыя предоставлены нынѣ облигаціямъ, т. е. долгамъ долгосрочнаго кредита, предъ долгами кредита краткосрочнаго, стѣсняють для торгово-промышленныхъ предпріятій пользованіе ресурсами кредита краткосрочнаго. Возможно, что это лишь одна изъ (второстепенныхъ) причинъ, почему пользованіе долгосрочнымъ кредитомъ, въ видѣ облигацій, не вошло въ практику торгово-промышленныхъ предпріятій.

Поставивши себѣ задачей ввести въ практику облигаціи, «какъ бумагу съ достаточнымъ имущественнымъ обезпеченіемъ», проектъ, въ то же время, въ интересахъ краткосрочнаго кредита, пожертвовалъ тѣмъ имущественнымъ обезпеченіемъ облигацій, какое онѣ имѣють теперь въ преимуществѣ удовлетворенія предъ долгами краткосрочнаго кредита, по отношенію ко всякому имуществу предпріятія, а не только для недвижимости, на которую наложено запрещеніе по суммѣ облигацій даннаго выпуска. Но эта недвижимость покрываетъ облигаціи не до предѣла ея дѣйствительной, реальной (продажной) цѣны, а до предѣла оцѣнки по балансу. Въ какомъ же положеніи окажутся облигаціонеры, если, при ликвидаціи предпріятія, кредиторы краткосрочнаго кредита наложатъ руку, напримѣръ, на суммы, вырученныя чрезъ выпускъ облигацій? А такъ могутъ поступить кредиторы по не-

§ 3. Замѣчанія на предположенія проекта.



оплаченнымъ векселямъ, по неоправданнымъ фактурамъ и по другимъ счетамъ, по арендной платѣ и т. п. Уже въ виду этого можно опасаться, что предположенія проекта способны повести за собой не распространеніе, а еще большее сокращеніе облигацій въ практикѣ торгово-промышленныхъ предпріятій. Возможно, что, ставши закономъ, проектъ стѣснитъ даже то скромное примѣненіе, какое облигаціи имѣютъ теперь: разрѣшенныя, отпечатанныя и оплаченныя гербовымъ сборомъ, облигаціи лежатъ въ шкафахъ предпріятія, для полученія подъ нихъ краткосрочныхъ ссудъ, при случаѣ и по мѣрѣ нужды въ денежныхъ средствахъ, но въ размѣрѣ 10—20% ихъ нарицательной цѣны.

То окончательное обезцѣненіе облигацій, какое угрожаетъ имъ при новомъ порядкѣ, могло бы быть предупреждено развѣ однимъ средствомъ: назначить извѣстную границу, за которую не можетъ переходить задолженность по краткосрочному кредиту при наличности задолженности предпріятія по облигаціямъ. Но подобный коррективъ едва ли приемлемъ для самихъ же торгово-промышленныхъ предпріятій.

Сомнительной представляется и другая мѣра проекта, тоже направленная къ содѣйствію торгово-промышленнымъ предпріятіямъ въ ихъ практикѣ облигацій. Таково предоставляемое имъ «право по закону» производить повторительные выпуски до  $\frac{3}{4}$  или  $\frac{2}{3}$  цѣнности принадлежащихъ предпріятію имуществъ, въ случаѣ надобности—по переоцѣнкѣ этихъ имуществъ, но безъ всякихъ преимуществъ выпусковъ по ихъ старшинству. Пострадавши въ своей прочности отъ долговъ краткосрочнаго кредита, облигаціи старшихъ выпусковъ страдаютъ еще отъ

облигацій выпусковъ позднѣйшихъ, не доставивши послѣднимъ даже «минимальнаго матеріальнаго обезпеченія».

Уже при нынѣшнемъ порядкѣ облигаціи торгово-промышленныхъ предпріятій не имѣютъ значительнаго обращенія; ихъ трудно размѣстить «среди широкой публики», а потому трудно реализовать чрезъ продажу или сдачу на комиссію съ полученіемъ сколько-нибудь значительнаго аванса. На это ясно намекаетъ бюллетень С.-Петербургской биржи. Въ обѣихъ рубрикахъ бюллетеня, назначенныхъ для облигацій торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предпріятій, рѣдко встрѣчаются двѣ-три отмѣтки цѣны, да и эти отмѣтки едва ли свободны отъ сомнѣній въ ихъ подлинности. Широкою публику не соблазняютъ ни сравнительно высокіе проценты, ни относительно низкія цѣны этихъ облигацій. Очевидно, мало помогаютъ признаваемые теперь преимущества облигацій предъ долгами краткосрочнаго кредита, а равно преимущества облигацій старшихъ выпусковъ въ тѣхъ рѣдкихъ случаяхъ, гдѣ допускаются повторительные выпуски.

Проектъ стремится содѣйствовать размѣщенію облигацій «среди широкой публики»; для этого обѣщаетъ придать облигаціямъ «достаточную имущественную обезпеченность и большую прочность», и въ то же время, за счетъ этихъ облигацій, укрѣпляетъ силу долговъ краткосрочнаго кредита, а изъ (сомнительной) прочности облигацій старшихъ выпусковъ вырѣзываетъ кое-что для облигацій выпусковъ позднѣйшихъ, замѣнивши при этомъ, для предѣла облигаціонной задолженности, неподвижную сумму основнаго капитала предпріятія по его уставу измѣнчивой цѣнностью имуществъ предпріятія по балансу.

Это, очевидно, недоразумѣніе, если не простой недо-

смотреть въ проектѣ. Въ самомъ дѣлѣ, если уже теперь торгово-промышленныя и пароходныя облигаціи для широкой публики—бумага сомнительная, которую, при случаѣ все же можно всучить какому-нибудь наивному кліенту и даже иногда показать въ биржевой котировкѣ, то при дѣйствіи предположеній проекта эти облигаціи будутъ бумагой дополнинно тухлой, на которой можно обмануть развѣ какую-либо расчетливую торговку. А между тѣмъ, проектъ тоже озабоченъ тѣмъ, какъ бы по возможности предупредить выпускъ несолидныхъ бумагъ.

Не трудно видѣть, гдѣ нужно искать разгадку несоотвѣтствія между стремленіями проекта и неизбежными послѣдствіями осуществленія этихъ стремленій.

§ 4. Недоразумѣніе въ проектѣ относительно баланса и балансовыхъ оцѣнокъ.

Причина всего этого — недоразумѣніе относительно функций баланса акціонерныхъ предпріятій, а отсюда нѣкоторая неясность въ пониманіи значенія показываемыхъ въ балансахъ оцѣнокъ различныхъ статей актива и пассива.

Проектъ правильно заботится объ облигаціяхъ и ихъ держателяхъ лишь на случай ликвидаціи (или несостоятельности) предпріятія. Раньше этого,—пока предпріятіе дѣйствуетъ и оправдываетъ все предъявляемыя къ нему претензіи,—вопросъ о преимуществѣ однихъ долговъ предъ другими не имѣетъ значенія. Съ наступленіемъ ликвидаціи, положеніе рѣзко измѣняется. Предпріятіе вступаетъ въ такое состояніе, когда функция баланса прекращается, и потому теряютъ свой техническій смыслъ и свое условное значеніе показанныя въ балансѣ оцѣнки его актива и пассива. На смѣну этихъ условныхъ оцѣнокъ выступитъ реальная дѣйствительность: изъ *живой совокупности* предпріятіе обращается въ *мертвую* имуществен-

ную *массу*; оно разлагается и распадается на конкретныя цѣнности въ видѣ такихъ или иныхъ имуществъ; вмѣсто баланса составляется *опись* отдѣльныхъ частей актива и пассива имущественной массы. Цѣнность этихъ частей, отдѣльныхъ имуществъ массы (кромѣ наличности кассовой и отчасти цѣнностей портфеля, та и другая рѣдко значительны) опредѣляется не по исчезнувшему уже балансу, а по той продажной цѣнѣ, по которой каждое изъ отдѣльныхъ имуществъ ликвидируемой массы можетъ быть превращено въ деньги. Въ результатѣ получается то, что какое-нибудь заводское или фабричное предпріятіе, стоявшее по балансу, т. е. при его дѣйствіи, милліоны, если не десятки милліоновъ рублей, при ликвидаціи дастъ выручку въ нѣсколько процентовъ его оцѣнки въ активѣ баланса.

Все это давно извѣстно Кредитной Канцеляріи изъ продолжительнаго (съ 1873 г.) опыта по наблюденію за дѣятельностью земельныхъ банковъ и въ частности за оцѣнками сельскихъ и городскихъ недвижимостей<sup>1)</sup>. Вотъ почему для облигацій торгово-промышленныхъ предпріятій Кредитная Канцелярія могла найти достаточное обезпеченіе лишь въ преимущественномъ удовлетвореніи этихъ долговъ предъ всеми другими, т. е. предъ краткосрочными долгами, и притомъ по отношенію ко всему и всякому имуществу предпріятій; а затѣмъ—въ такомъ же преимуществѣ облигацій старѣйшихъ выпусковъ предъ

<sup>1)</sup> См. Циркуляры Кредитной Канцеляріи въ «Сборникѣ матеріаловъ для составленія инструкцій для оцѣнки акціонерными земельными банками земельныхъ и городскихъ недвижимыхъ имуществъ». Вып. II, Спб., 1904 г. (Изд. Комитета съѣздовъ представителей учреждений русскаго земельного кредита).

облигациями выпусковъ позднѣйшихъ, придерживаясь, впрочемъ, общаго правила — не допускать повторительныхъ выпусковъ.

Принявши оцѣнки баланса дѣйствующаго предпріятія за выраженіе цѣнности отдѣльныхъ частей массы (инвентаря) при ликвидаціи того же предпріятія, Отдѣлъ строитъ на этомъ недоразумѣніи всѣ свои предположенія, направленные къ присвоенію облигациямъ большей прочности, солидности и достаточной имущественной обеспеченности.

Но всѣ эти предположенія проекта едва ли приведутъ къ желанной цѣли. Такъ, предположеніе проекта допустить выпускъ облигаций въ зависимости отъ цѣнности принадлежащаго предпріятію недвижимаго имущества и не свыше  $\frac{3}{4}$  означенной цѣнности неизбежно потерпитъ крушеніе всякій разъ, когда, при ликвидаціи предпріятія, отъ  $\frac{3}{4}$  цѣнности недвижимости по балансу, быть можетъ, останется всего  $\frac{3}{12}$ ,  $\frac{3}{20}$  и т. д.; а можетъ быть (и бываетъ) всего на всего  $\frac{3}{100}$ . Окажется, слѣдовательно, что выпускъ облигаций на 750 тыс. рублей, покрытый недвижимостью, стоящею по балансу въ 1 милл. рублей, на самомъ дѣлѣ покрытъ, обеспеченъ недвижимостью, стоящей во много кратъ меньше. Недвижимость, оцѣненная въ балансѣ въ 1 милл. рублей, при ликвидаціи можетъ дать выручку, въ видѣ продажной цѣны усадьбы и зданій на сломъ, 300 т., 200 т. рублей, а можетъ быть и того меньше. Тотъ же самый результатъ получается, если  $\frac{3}{4}$  балансовой цѣнности принадлежащей ему недвижимости предпріятіе используетъ «не сразу», не въ одинъ пріемъ, т. е. не на выпускъ въ одинъ пріемъ 7,500 облигаций 100-рублеваго достоинства, а распределить это количество, положимъ, на три вы-

пуска, каждый въ 2,500 штукъ, по мѣрѣ надобности въ денежныхъ средствахъ. Конечно, если бы, осуществляя означенное право, предпріятіе остановилось бы на первомъ выпускѣ въ 250 т. р. и не продолжало выпусковъ дополнительныхъ, облигаций перваго и единственнаго выпуска все же имѣли бы если не полное, то хоть приблизительно достаточное покрытіе; но повтореніе дополнительныхъ выпусковъ можетъ свести это покрытіе на *quantité negligible*.

Наконецъ, тѣ же, если не худшіе, результаты наступаютъ и въ тѣхъ случаяхъ, когда, исчерпавши  $\frac{3}{4}$  балансовой цѣнности, предпріятіе, въ силу все того же своего «права по закону», приступитъ къ новымъ выпускамъ на основаніи повышенія означенной цѣнности, т. е. послѣ переоцѣнки недвижимости. Возможно, что для предпріятія, во время его дѣятельности, повышеніе цѣнности дѣйствительно произошло; но для ликвидаціи это повышеніе, быть можетъ, сводится къ нулю и даже понизило реальную цѣнность той недвижимости, которая была подвергнута переоцѣнкѣ по балансу и послѣ этого взята покрытіемъ для новаго выпуска облигаций.

Присвоеніе балансу и его оцѣнкамъ такого значенія, какого они не имѣютъ и не должны имѣть, повлекло за собой предположеніе проекта: предоставить облигациямъ преимущество удовлетворенія лишь изъ той недвижимости, которою покрыта сумма ихъ выпуска или выпусковъ, а при недостаточности этого ресурса держатели облигаций «должны быть удовлетворяемы изъ прочаго имущества, но на одинаковыхъ съ другими кредиторами основаніяхъ».

Исходя отъ той же балансовой оцѣнки, Отдѣлъ совершенно логично разсудилъ такъ: а) Для недвижи-

мости. Цѣнность покрытия на 25% превышает сумму выпущенныхъ подъ это покрытие облигацій. Такое превышеніе совершенно достаточно для имущественной обеспеченности облигацій, какъ оно достаточно, напримѣръ, для облигацій городскихъ кредитныхъ обществъ. Но для облигацій торгово-промышленныхъ предпріятій проектъ Отдѣла создаетъ еще дополнительное обезпеченіе: тотъ дивидендъ, который можетъ причитаться на долю облигаціонеровъ изъ прочаго имущества, на одинаковыхъ съ другими кредиторами основаніяхъ. Этого вполне достаточно для тѣхъ, по мнѣнію Отдѣла, мало вѣроятныхъ случаевъ, когда изъ покрытия своихъ облигацій ихъ держатели не будутъ удовлетворены полностью, въ капиталѣ и интересахъ, на какіе-нибудь 5—10%. Но выше показано, что при дѣйствіи правилъ проекта, разочарованіе облигаціонеровъ можетъ простираться до 50%, 70% и т. д., и притомъ не только въ маловѣроятныхъ случаяхъ, но едва ли не постоянно. б) *Для движимости.* На первый взглядъ здѣсь тоже все обстоитъ благополучно. Предѣлы суммы дополнительнаго выпуска или выпусковъ составляютъ  $\frac{2}{3}$  балансовой цѣнности собственныхъ капиталовъ предпріятія. Здѣсь Отдѣлъ, вѣроятно, предполагаетъ, что претензіи другихъ кредиторовъ не пойдутъ дальше  $\frac{1}{3}$  цѣнности «собственныхъ капиталовъ общества», а слѣдовательно, въ ихъ полной (по балансу) цѣнности собственные капиталы предпріятія будутъ болѣе чѣмъ достаточны для удовлетворенія всѣхъ его кредиторовъ, особенно если принять во вниманіе, что по предположеніямъ проекта облигаціонеры могутъ испытать развѣ тотъ незначительный недочетъ, который въ данномъ случаѣ образовался отъ неожиданной недохватки

изъ покрытія ихъ облигацій, т. е. изъ той недвижимости, на которую было наложено запрещеніе въ суммѣ покрытыхъ этой недвижимостью облигацій. Но опять-таки: а) сумма претензій другихъ кредиторовъ можетъ чувствительно превысить одну треть балансовой цѣнности «собственныхъ капиталовъ общества», б) при ликвидаціи эта треть можетъ сократиться въ  $\frac{1}{15}$ ,  $\frac{1}{30}$  и т. д., если не совсѣмъ исчезнутъ вмѣстѣ съ собственными капиталами общества.

Есть, однако, одна общая, болѣе глубокая причина той неудовлетворительности, которая вообще присуща облигаціонному, въ смыслѣ долгосрочнаго, кредиту частныхъ торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предпріятій даже акціонерной формы, дѣйствующихъ въ условіяхъ свободной конкуренціи, безъ всякой достаточно продолжительной монополіи или долгосрочной гарантіи ихъ доходности или задолженности. Неудовлетворительность остается при всякой постановкѣ облигаціоннаго кредита этихъ предпріятій, но понятно, скажется сильнѣе при одной постановкѣ, чѣмъ при другой. Причина этой неудовлетворительности заключается въ природной неспособности торгово-промышленныхъ и пароходныхъ предпріятій къ пользованію долгосрочнымъ кредитомъ. Такая неспособность лишь отражаетъ въ себѣ ту хрупкость, которая свойственна этимъ предпріятіямъ по предмету и по условіямъ ихъ дѣятельности. О нихъ тоже можно сказать, что они живутъ и дѣйствуютъ изо дня на день и ежедневно находятся наканунѣ несостоятельности или вообще ликвидаціи. Причины такой хрупкости—прежде всего тѣ конъюнктуры рынка, которыя непрерывно вліяютъ на ходъ дѣла предпріятія; а затѣмъ идутъ разныя случай-

§ 5. Неспособность частныхъ торгово-промышленныхъ предпріятій къ долгосрочному кредиту.

ности болѣе или менѣе частыя: успѣхи техники, перемѣны въ средствахъ сообщенія, въ таможенной, желѣзнодорожной и банковской политикѣ, колебанія учетнаго процента, неустойчивость и паденіе другихъ предпріятій, связанныхъ отношеніями задолженности по ссудамъ, по авансамъ, по конто-корренте, по коммисіонерству и т. п.; удачный или неудачный составъ руководителей дѣла, политическія осложненія, война, метеорологія, эпидемія и т. д. Все это такія случайности, которыя не могутъ быть ни учтены по теоріи вѣроятностей, ни напередъ обезврежены страховымъ полисомъ. Можно ли при такихъ условіяхъ предсказать какому бы то ни было торгово-промышленному предпріятію, что въ теченіе періода долгосрочнаго займа чрезъ выпускъ облигацій, слѣдовательно, даже въ теченіе продолжительности ссуды, напр., подъ деревянные дома въ городахъ (15 или 20 лѣтъ), оно не только устоитъ въ своемъ положеніи и не приступитъ къ ликвидаціи, но за все это время будетъ имѣть прочный, *постоянный доходъ* для уплаты процентовъ и погашенія по суммѣ выпуска облигацій; а въ случаѣ ликвидаціи до погашенія, такой источникъ окажется на-лицо въ оставшейся послѣ предпріятія мертвой имущественной массѣ,—окажется достаточно цѣнностей на удовлетвореніе всѣхъ долговъ, и въ частности, что та недвижимость, которою покрыты выпущенныя облигаціи, окажется цѣнной не только по балансу, но и въ дѣйствительности представитъ постоянную стоимость, независимо отъ такого или иного спеціальнаго примѣненія этой недвижимости въ предпріятіи за время дѣятельности послѣдняго.

Въ пользу обращенія торгово-промышленныхъ предпріятій къ формамъ долгосрочнаго кредита ничего не го-

воритъ пользованіе этимъ кредитомъ со стороны предпріятій иного рода. Таковы прежде всего учрежденія долгосрочнаго ипотечнаго кредита; они спеціально устроены и приспособлены для этого кредита. Ихъ облигаціи (закладные листы) имѣютъ для себя дѣйствительное, хотя не всегда безусловное покрытіе въ заложенныхъ недвижимостяхъ, оцѣненныхъ по ихъ постоянному доходу или постоянной стоимости, а затѣмъ уже идутъ ихъ собственные капиталы. Кругъ ихъ операций тѣсно ограниченъ, дѣятельность подлежитъ внимательному контролю правительства, а съ краткосрочнымъ кредитомъ они совершенно не соприкасаются. Другая группа—желѣзнодорожныя предпріятія, желѣзныя дороги общаго пользованія, находящіяся подъ дѣйствіемъ общаго устава жел. дор. и въ частности подъ дѣйствіемъ ст. 138 уст. Въ совокупности его составныхъ частей, а нерѣдко въ гарантіи и всегда въ контролѣ правительства, имущество желѣзной дороги имѣетъ такую постоянную цѣнность, которой всегда достанетъ на покрытіе облигаціонныхъ займовъ даже при продажѣ желѣзной дороги съ аукціона; съ желѣзными дорогами ликвидаціи, въ смыслѣ прекращенія и разрушенія, не бываетъ.

Къ долгосрочному кредиту способны, наконецъ, такія предпріятія, предметъ которыхъ—продолжительная эксплуатация взятаго на откупъ государственнаго налога или аренда государственной регалии, причемъ срокъ откупа или аренды не истекаетъ прежде того срока, на который были бы выпущены облигаціи предпріятія; оно само не угаснетъ прежде погашенія облигацій. Такую же способность можетъ сообщить предпріятію монополія, достаточно продолжительная по ея сроку.

Подобныхъ гарантій (обезпеченій, покрытій) для облигаціоннаго кредита торгово-промышленныя (и пароходныя) предпріятія, дѣйствующія въ условіяхъ свободной конкуренціи, дать не могутъ, т. е. *не въ состояніи*. Да такой кредитъ едва ли для нихъ удобенъ, если не прямо вреденъ. Въ самомъ дѣлѣ, предположимъ, что предпріятіе, обладающее совокупностью недвижимыхъ имуществъ, цѣнностью по балансу въ 4 милл. рублей, примѣнительно къ проекту выпускаетъ 5% облигаціи на 3 милл. рублей со срокомъ даже на 14 лѣтъ. Своевременно, т. е. къ истеченію срока, погашеніе займа можетъ закончиться лишь при ежегодныхъ взносахъ въ погашеніе тоже 5% ежегодно. Итого, срочные платежи предпріятія составятъ ежегодно 10% съ суммы займа, т. е. съ 3 милл. 300 тыс. рублей, и это непрерывно въ теченіе 14 лѣтъ. Спрашивается, кто можетъ поручиться (или повѣрить), что въ теченіе 14 лѣтъ предпріятіе будетъ въ состояніи имѣть такую выручку, чтобы изъ нея, не затрогивая своего фонда, исправно и регулярно производить ежегодные платежи въ 300 тыс. рублей, покрывая при этомъ всѣ расходы по управленію, исправно уплачивая капиталъ и проценты по другимъ долгамъ и выдавая хотя бы 6% въ дивидендъ акціонерамъ, не говоря уже о разныхъ отчисленияхъ, обязательныхъ для предпріятія по его уставу. Мало того. Едва ли найдутся охотники помѣстять свои деньги въ такія процентныя бумаги, купоны которыхъ оплачиваются одинъ разъ въ годъ. Слѣдовательно, въ два опредѣленныхъ срока въ годъ предпріятіе должно имѣть въ своемъ распоряженіи свободныя суммы для оплаты предъявляемыхъ купоновъ. Наступленіе этихъ сроковъ не зависить отъ общихъ собраній акціонеровъ, сроки не

сообразены и не назначаются отдѣльно для каждаго года, а установлены напередъ,—въ нашемъ примѣрѣ на 14 лѣтъ,—пропечатаны на листахъ облигацій и отмѣчены въ текстѣ купоновъ. Наконецъ, имѣетъ свое неудобство и то, что въ отличіе отъ акціонеровъ, облигаціонеры менѣе стоворчивы, не согласятся ни добровольно, ни по рѣшенію большинства оставить дивидендъ въ дѣлѣ, получить росписки вмѣсто наличныхъ денегъ, т. е. въ томъ и другомъ случаѣ оставить свой дивидендъ въ долгу за предпріятіемъ. Съ другой стороны, та судебная охрана въ состязательномъ порядкѣ, съ судовоуправленіемъ по нѣскольку разъ въ различныхъ инстанціяхъ, подъ которою находится своевременное полученіе дивиденда акціонерами, едва ли достаточна для своевременной уплаты процентовъ по купонамъ облигацій; но чѣмъ замѣнить эту охрану?

Уже изъ сказаннаго можно видѣть, что, въ виду его особенностей, облигаціонный кредитъ можетъ явиться не благодѣяніемъ въ смыслѣ сподручнаго средства добывать «денежныя средства по мѣрѣ надобности», а хронической, изнурительною и неизлѣчимою болѣзнью предпріятія. Болѣзнь опасна сама по себѣ, но въ соединеніи съ тѣми дутыми оцѣнками имущественныхъ вкладовъ, которыя оставлены предпріятію учредителями и навсегда смертельно заразили его балансъ, неизбѣжно кончится крушеніемъ предпріятія для всѣхъ, въ томъ числѣ для облигацій и облигаціонеровъ.

Для торгово-промышленныхъ предпріятій облигаціонные займы неудобны и тѣмъ, что надолго связываютъ свободныя средства, какія готовы предоставить предпріятію его акціонеры. Вынужденное въ теченіе многихъ

дѣтъ производить регулярно-периодическіе платежи по облигаціямъ, предпріятіе теряетъ способность приспособляться къ измѣняющимся конъюнктурамъ, вводитъ новые процессы или орудія въ технику производства, устойчиво переноситъ разныя случайности *force majeure* (война, забастовки рабочихъ), своевременно производитъ ремонтъ зданій и оборудованія, не въ силахъ дать просторъ творчеству и находчивости своихъ руководителей, несвободно приступить къ оздоровленію чрезъ уменьшеніе своего основного капитала и т. д.

Всего сказаннаго выше, кажется, достаточно, чтобы оправдать выраженный выше взглядъ, что долгосрочный кредитъ не отвѣчаетъ ни свойствамъ, ни силамъ, ни интересамъ этихъ предпріятій. Этимъ объясняется, почему не получили развитія тѣ спеціальныя банки, которые ставили себѣ задачей организовать долгосрочный кредитъ торгово-промышленныхъ предпріятій на подобіе и по примѣру той организаци, какою дали ипотечному кредиту учрежденія этого кредита. Въ этомъ отношеніи исторія *Crédits Mobiliers* поучаетъ и предостерегаетъ.

При нормальномъ ходѣ ихъ дѣль, для торгово-промышленныхъ предпріятій вполне достаточны тѣ ресурсы, какіе предоставляетъ краткосрочный кредитъ въ его разныхъ видахъ и формахъ. Къ ихъ услугамъ на первомъ планѣ организованный кредитъ въ банкахъ, на третьемъ мѣстѣ сроки и отсрочки платежей и расчетовъ, возникшихъ по книгамъ и разнымъ документамъ; между этими формами, на второмъ планѣ, кредитъ вексельный, посколькѣ векселя обращаются внѣ и помимо коммерческихъ банковъ. Но пользованіе краткосрочнымъ кредитомъ доступно лишь въ тотъ періодъ, когда предпріятіе дѣй-

ствуетъ; кредитъ сокращается при первыхъ же наружныхъ признакахъ разстройства дѣль предпріятія и затѣмъ прекращается съ открытіемъ ликвидаціи. Напротивъ, при наличности признаковъ обратнаго значенія, кредитъ предпріятія расширяется, условія пользованія этимъ кредитомъ облегчаются до полной нендобности имѣть въ портфеляхъ подходящія цѣнности, въ родѣ своихъ же собственныхъ облигацій, для полученія подъ нихъ ссудъ подъ ростовщическіе проценты. Всѣ эти приспособленія, въ размѣрѣ условій доступнаго предпріятію кредита, совершаются въ періодъ дѣятельности предпріятія; но именно въ это время исполняютъ свою функцію балансы и сохраняютъ свою силу ихъ показанія, въ томъ числѣ и оцѣнка имущественныхъ силъ предпріятія, какъ выводы изъ его годовыхъ отчетовъ. Эти показанія измѣняются изъ году въ годъ, но они вполне достаточны для краткосрочнаго кредита,—сроки послѣдняго обыкновенно короче года. Наконецъ, чрезъ отмѣтки цѣнь на его акціи въ биржевомъ бюллетенѣ предпріятіе находится подъ непрерывнымъ контролемъ биржи и соприкосновенной съ нею публики.

На основаніи всѣхъ такихъ данныхъ, измѣчивыхъ и подвижныхъ, опредѣляется и своевременно измѣняется кредитоспособность предпріятія, какъ тотъ предѣль, до котораго въ каждый данный моментъ для него открыто пользованіе ресурсами краткосрочнаго кредита. Ресурсы же эти достаточно эластичны и разнообразны для того, чтобы предпріятіе могло обращаться къ нимъ не только по мѣрѣ надобности въ денежныхъ средствахъ, но также въ мѣру своихъ средствъ и способовъ оправдать себя по каждому долгу.

Возможно, что нѣкоторыя изъ употребительныхъ нынѣ формъ краткосрочнаго кредита устарѣли, представляютъ изъ себя потерявшую смыслъ рутину и необозримыя петли юридическихъ силковъ и судебного сутяжничества, какъ, напр., вексель съ его «вексельнымъ правомъ». Для торгово-промышленныхъ предпріятій, подлежащихъ публичной отчетности, подобныя архаическія формы могла бы замѣнить, какъ уже отчасти это и есть, форма облигаціоннаго типа, въ видѣ облигацій съ короткимъ срокомъ или по востребованію. Зачатки подобнаго превращенія уже наглядно замѣтны въ нѣкоторыхъ особенностяхъ,—на первый взглядъ чудачествахъ и странностяхъ,—современнаго векселя и его примѣненій въ банковомъ кредитѣ.

Никто не станетъ отрицать, что бываютъ случаи, когда торгово-промышленное предпріятіе не можетъ обойтись ресурсами долгосрочнаго кредита. Расширеніе дѣла, капитальный ремонтъ, постройка помѣщеній, передѣлка и новое оборудованіе техническихъ приспособленій и т. п.,—все это можетъ вызвать такія затраты, которыя не могутъ быть покрыты ресурсами краткосрочнаго кредита. Но и на такіе чрезвычайные случаи имѣется свой ресурсъ, болѣе удобный и безвредный: увеличеніе основнаго капитала, т. е. новый выпускъ акцій. Ресурсъ можетъ быть использованъ двояко: а) чрезъ выпускъ акцій, равноправныхъ съ акціями предыдущихъ выпусковъ; б) чрезъ выпускъ акцій привилегированныхъ съ такими или иными преимуществами предъ акціями рядовымъ. Преимущества этихъ акцій вредятъ акціонерамъ рядовыхъ акцій, но безразличны для самаго предпріятія. Вѣдь и по этимъ акціямъ уплачиваются измѣнчивыя въ размѣрѣ

дивиденды изъ прибыли,—если таковая есть и сколько ея есть по балансу за истекшій годъ,—а не установленные напередъ проценты въ неизмѣнномъ размѣрѣ, быть можетъ, уплачиваемые изъ послѣднихъ средствъ предпріятія.

Привилегированныя акціи начали было входить въ употребленіе и у насъ. Къ сожалѣнію, злоупотребленія съ ними, какія позволяли себѣ различные трупы нашего акціонернаго дѣла, въ 70 гг. прошлаго столѣтія вызвали противодѣйствіе и, наконецъ, устраненіе этихъ акцій со стороны Комитета Министровъ. Кажется, эту пустоту отчасти заполнили тѣ облигаціи частныхъ и торговыхъ предпріятій и парходныхъ обществъ, которыя прозябаютъ въ бюлетенѣ Фондоваго Отдѣла С.-Петербургской биржи.

Нѣсколько словъ объ одной мѣрѣ, предложенной въ проектѣ все въ томъ же намѣреніи—содѣйствовать укрѣпленію и развитію облигаціоннаго кредита торгово-промышленныхъ предпріятій. Мѣра эта «представительство облигаціонеровъ въ торгово-промышленныхъ компаніяхъ»

Попытки организовать облигаціонеровъ чрезъ устройство изъ нихъ общихъ собраній и особаго постоянного представительства (уполномоченные, комитетъ) по началу подчиненія меньшинства большинству, уже извѣстны на практикѣ. Новѣйшая изъ нихъ—законъ Германской Имперіи 1899 г.; законъ не оправдалъ возлагавшихся на него надеждъ<sup>1)</sup>. Да это и понятно. Во-первыхъ, сводить облигаціонеровъ періодически въ общія собранія гораздо труднѣе, чѣмъ составлять даже общія собранія акціонеровъ, тоже не особенно охочихъ выступать въ этихъ собраніяхъ въ качествѣ «хозяевъ предпріятія». Потому

<sup>1)</sup> Въ русской литературѣ см.: М. Герценштейнъ, «Ипотечные банки и ростъ большихъ городовъ въ Германіи», стр. 56 и слѣд.



составленіе общихъ собраній облигаціонеровъ требуетъ сугубыхъ усилій и немалого искусства въ подтасовкахъ и подстановкахъ, да оно и не безъ расходовъ со стороны тѣхъ, кому нужно сыграть въ общее собраніе облигаціонеровъ. Понятно, каковъ будетъ личный составъ представительства, образованный чрезъ выборы въ подобныхъ общихъ собраніяхъ. Во-вторыхъ, трудно опредѣлить кругъ и содержаніе дѣятельности этого представительства относительно тѣхъ органовъ управленія и наблюденія, какіе имѣются въ предпріятіи на основаніи его устава; а еще труднѣе предупредить тренія, взаимныя нареканія и жалобы, какія неизбежны между этими предательствами различнаго происхожденія.

Но здѣсь поучительнѣе тотъ неудачный опытъ представительства облигаціонеровъ, какой сдѣланъ въ Россіи въ теченіе почти 20 лѣтъ (съ 1886 г.). Таковы именно комитеты облигаціонеровъ при 3 изъ городскихъ кредитныхъ обществъ<sup>1)</sup>. Опытъ показалъ, что эта мѣра, задуманная, вѣроятно, по всѣмъ правиламъ и приемамъ юридической логики и казуистики, оказалась безцѣльной и даже вредной затѣей, столкнувшись съ цѣлесообразными данными дѣловой техники. Объ этомъ засвидѣтельствовалъ Комитетъ владѣльцевъ облигацій С.-Петербургскаго городского Кредитнаго Общества на недавнемъ I Съѣздѣ представителей городскихъ кредитныхъ обществъ<sup>2)</sup>, не говоря уже о представителяхъ самихъ обществъ.

Мѣра, понятно, можетъ быть рекомендована въ тѣхъ особыхъ случаяхъ, когда безъ организаціи облигаціоне-

1) При С.-Петербургскомъ, Московскомъ и Одесскомъ.

2) Журналъ засѣданій Комитета владѣльцевъ облигацій С.-Петербургскаго городского Кредитнаго Общества, въ матеріалахъ I Съѣзда.

ровъ по началу рѣшеній по волѣ большинства невозможно достигнуть соглашенія съ облигаціонерами на предметъ такихъ или иныхъ съ ихъ стороны уступокъ и тѣмъ предупредить несостоятельность и ликвидацію предпріятія. Въ подобныхъ случаяхъ облигаціонеры, по крайней мѣрѣ, изъ мѣстныхъ и крупные, явятся въ общее собраніе и выберутъ сколько нибудь подходящій личный составъ своего представительства; но это потому, что при подобныхъ обстоятельствахъ для облигаціонера невозможно избѣжать чувствительной потери на цѣнѣ своихъ облигацій, раздѣлавшись съ ними чрезъ продажу на биржѣ или въ банкирской конторѣ. Такой случай и былъ съ С.-Петербургскимъ городскимъ Кредитнымъ Обществомъ, въ 1884—1885 гг. Этотъ случайный, ad hoc образованный комитетъ облигаціонеровъ превращенъ въ постоянное учрежденіе и затѣмъ примененъ еще къ 2 кредитнымъ обществамъ; на этомъ распространеніе этого учрежденія остановилось. I-й Съѣздъ городскихъ кредитныхъ обществъ постановилъ ходатайствовать объ отмѣнѣ этого представительства, безцѣльнаго и по мнѣнію Комитета облигаціонеровъ при С.-Петербургскомъ Обществѣ.

Предположенное въ проектѣ Отдѣла Торговли, въ качествѣ постоянного учрежденія, представительство облигаціонеровъ какъ бы намекаетъ на мысль, что облигаціонные займы торгово-промышленныхъ предпріятій въ одинаковой мѣрѣ опасны какъ для нихъ самихъ, такъ и для кредиторовъ по этимъ займамъ. Въ виду этой опасности проектъ предлагаетъ такую не совсѣмъ удобную мѣру, какъ настойчивое и непрерывное наблюденіе кредиторовъ за дѣлами должника, не безъ вмѣшательства въ его дѣятельность. Въ ея дальнѣйшемъ развитіи и юри-

715122  
дической послѣдовательности такая мысль могла бы найти широкое примѣненіе въ томъ смыслѣ, чтобы при всякомъ должникѣ, на случай возможной его несостоятельности, учредить постоянное представительство его кредиторовъ, какъ напередъ заготовленный личный составъ могущей когда нибудь понадобится администраціи, ликвидаціонной комиссіи, присяжнаго попечительства и конкурснаго управленія, съ періодическими созывами кредиторовъ въ очередныя и чрезвычайныя собранія.

Окончательный выводъ настоящей замѣтки тотъ, что если уже допускается долгосрочный кредитъ для частныхъ торговопромышленныхъ предпріятій, то установленныя практикой Кредитной Канцеляріи условія и правила пользованія этимъ кредитомъ для предпріятій—болѣе целесообразны, а для публики—менѣе опасны, чѣмъ предложенія Отдѣла Торговли и его проекта.

*И. Цитовичъ.*

10 іюня 1905 г.