

# ПЕРВЫЙ КРИЗИС НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ

**Андрей БЕЛЫХ**

доктор экономических наук, доцент,  
директор по работе с клиентами  
и филиальной сетью  
ОАО «Банк „Санкт-Петербург“»

Околоца • Полтика

OIKONOMIA • POLITIKA

История

**В** этом номере журнала переиздается статья «Нынешний биржевой погром», посвященная анализу первого биржевого кризиса в России, произошедшего 140 лет назад — в 1869 году. Одно уже это обстоятельство оправдывало бы такую публикацию. Однако данная работа весьма интересна сама по себе — она содержит такой глубокий анализ причин и хода кризиса, который сделал бы честь и современному исследователю. Любопытно и то, что автор этой работы — несомненно, первоклассный экономист — пока неизвестен. Данная работа почти самодостаточна, однако для лучшего ее понимания мы сочли полезным предварить ее публикацию небольшой статьёй, где даны объяснения ряда исторических реалий, а также комментарии и анализ тех событий, которые современники назвали «биржевым погромом».

В 1860-е годы в России наблюдалось быстрое развитие рынка ценных бумаг — прежде всего в связи с «акционерной горячкой» — созданием большого числа акционерных обществ, в том числе железнодорожных. Одним из способов финансирования деятельности этих обществ был выпуск акций. Успешные операции с ценными бумагами давали возможность быстрого обогащения, и постепенно в биржевую игру втягивались относительно широкие слои «публики». Осуждая страсть к спекуляции, один из авторов того времени писал: «Если бы над Русской землей разразился золотой дождь, то она обеднела бы надолго. Масса населения, предпочитая платить за труд пришельцам и получать все нужное из-за границы, перестала бы производить, пока карманы ее были бы

набиты золотом»<sup>1</sup>. Одними из наиболее удобных для спекуляции бумаг, с которыми шла активная биржевая и внебиржевая игра, были облигации внутреннего выигрышного займа, чаще называемые «выигрышными», или «лотерейными» билетами. В соответствии с высочайшим указом от 13 ноября 1864 года государством был произведен внутренний заем в форме выпуска 1 млн билетов на предъявителя, с номиналом в 100 руб., с доходностью в 5% годовых. Билеты подлежали постепенному выкупу в течение 60 лет, при этом выкупная цена включала премию и составляла от 120 до 150 руб. за билет. От обычных облигаций эти билеты отличало то, что по ним разыгрывались выигрыши в размере от 500 до 200 тыс. руб. (в течение первых 30 лет — два раза в год, затем один раз в год). Общая величина выигрышей в одном тираже составляла 600 тыс. руб.<sup>2</sup> В 1866 году был осуществлен второй выпуск билетов с теми же параметрами. При общем за 1860-е годы выпуске ценных бумаг в размере около 1 млрд руб.<sup>3</sup> выигрышные билеты занимали около 20% рынка.

Пик спекуляции ценными бумагами пришелся на 1869 год. Этот год вплоть до осени характеризовался «скоплением свободных капиталов в Петербурге»<sup>4</sup>, что объяснялось хорошим урожаем, значительным европейским спросом на гарантированные государством облигации российских железных дорог и торговым застоём. Сам механизм спекуляции хорошо описан в публикуемой работе. В ней много говорится о срочных сделках (отметим, что в тот период они были запрещены законом<sup>5</sup>, но получили широкое распространение). При совершении срочных сделок не вносился задаток, они не регистрировались, в суде такие сделки считались недействительными. За них предусматривалось наказание, как за азартные игры, а нотариусы и маклеры, регистрирующие такие сделки, подлежали отстранению от должности. В сущности, срочные сделки представляли собой форвардные сделки без обязательной поставки ценных бумаг — при наступлении срока поставки участники сделки производили наличный расчет и уплачивали разницу между ценой сделки и текущим курсом ценной бумаги. Естественно, такие обычаи делового оборота содействовали безудержному росту размеров этих рискованных сделок. Особенно активно срочные сделки заключались в ходе неофициальных биржевых собраний, проводившихся в ресторане гостиницы «Демут», располагавшейся на набережной реки Мойки, недалеко от Невского проспекта. Это было удобно — после утренних собраний участники «черной» биржи (их было 104 человека) могли быстро доехать до стрелки Васильевского острова, где находилась официальная Санкт-Петербургская биржа.

Как всегда и везде, маховик спекуляции ценными бумагами раскручивался с помощью банковских кредитов, в данном случае особая роль принадлежала Обществу Взаимного Кредита (далее — ОВК). Оно не было, как это часто утверждается в работах историков, первым частным банковским учреждением России. Его устав был высочайше утвержден 9 апреля 1863 года<sup>6</sup>, а еще

<sup>1</sup> Д.Д. Наши бумажные ценности. СПб., 1870. С. 15. Интересно, что сказал бы этот автор о дожде нефтедолларов, живи он в XX или в XXI веке.

<sup>2</sup> *Гейлер И.К.* Сборник сведений о процентных бумагах (фондах, акциях и облигациях) России. Руководство для помещения капиталов. СПб., 1871. С. 104—105.

<sup>3</sup> См.: Отчет о действиях Санкт-Петербургского Общества Взаимного Кредита за 1869 год, прочитанный в Общем собрании 17 марта 1870 года. СПб., 1870. С. 18.

<sup>4</sup> Там же. С. 5.

<sup>5</sup> Ст. 2167, п. 2, т. X Свода Законов 1857 г. (см.: *Гейлер И.К.* Указ. соч. С. XLI).

<sup>6</sup> См.: Полное собрание законов Российской империи. 2-е собрание, № 39465 (далее — ПСЗ-2).

4 июля 1861 года был утвержден устав Городского Кредитного Общества<sup>7</sup>, которое успешно развернуло операции по кредитованию под залог городских строений. Однако если не по времени создания, то по размеру операций ОВК действительно быстро стало самым крупным частным кредитным институтом России. Его правила предусматривали, что при вступлении в общество новый член должен был заявить о возможной потребности в кредите и внести в оборотный капитал общества 10% средств от заявленного лимита. Ответственность члена по обязательствам общества ограничивалась его лимитом кредитования за вычетом внесенного капитала. Общество вело текущие счета, по которым выплачивало процент. Правление за свою работу не получало фиксированного вознаграждения, но ему полагалось 15% чистой годовой прибыли общества. Естественно, такое правило приводило к тому, что декларируемые традиционные принципы взаимного кредитования искажались в пользу обычного стремления к прибыли. При регистрации ОВК было предоставлено право в течение первых пяти лет учитывать вексельные обязательства в Государственном банке на 0,5% дешевле учета, взимаемого с других, и, кроме того, оно было освобождено от платежа торговых пошлин за первые три года<sup>8</sup>. Обществу было также предоставлено бесплатное помещение в здании Государственного банка<sup>9</sup>.

ОВК было организовано по инициативе Е. И. Ламанского, который с самого начала стал Председателем правления общества. Е. И. Ламанский (1805—1902) — масштабная фигура, потомственный банкир, ученый, талантливый администратор, человек либеральных убеждений. Он привлекался к следствию по делу петрашевцев, впоследствии сделал карьеру, с 1859 года участвовал в комиссии по разработке положения о крестьянском выкупе. Председателем комиссии был назначен Я. М. Ростовцев, который в 1849 году допрашивал Ламанского по делу петрашевцев<sup>10</sup>. Ростовцев оказал Ламанскому радушный прием, на котором тот заметил, что «очень польщен приглашением в комиссию, где будет обсуждаться вопрос об освобождении крестьян, тот именно вопрос, за который я десять лет тому назад был судим»<sup>11</sup>. За свои труды в комиссии по освобождению крестьян Ламанский был награжден золотой медалью, он во многом определил контуры финансовой системы России в 1860—1870-е годы. При учреждении Государственного банка в 1860 году Ламанский стал товарищем управляющего, а с 1867 года по 1881 год был управляющим Государственного банка.

Поскольку в период биржевой горячки Ламанский возглавлял и Государственный Банк и ОВК, а оба финансовых учреждения находились в одном здании, представители бизнеса и частные лица вольно или невольно воспринимали ОВК как государственную организацию. Естественно, это вызывало справедливые нарекания. Бывший в то время простым репортером А. Суворин писал в одном из своих фельетонов: «Направо по коридору — Государственный Банк, налево — Взаимный Кредит. Не хватает бумажек для

<sup>7</sup> ПСЗ-2, № 37199.

<sup>8</sup> Двадцатипятилетие Санкт-Петербургского Общества Взаимного кредита. СПб., 1889. С. 4.

<sup>9</sup> Там же. С. 58. В настоящее время в этом здании находится Санкт-Петербургский университет экономики и финансов.

<sup>10</sup> Бугров А. В. Евгений Иванович Ламанский: жизнь и деятельность // Е. И. Ламанский. Избранные сочинения. М., 2005. С. 29.

<sup>11</sup> Там же. Отметим, что адвокат П. А. Александров в своей речи на процессе В. Засулич сказал: «То, что вчера считалось государственным преступлением, сегодня или завтра становится высокочтимым подвигом гражданской доблести. Государственное преступление нередко — проповедь того, что еще недостаточно созрело и для чего еще не наступило время» (см.: Судебные речи известных русских юристов. М., 1958. С. 31).

выдачи в ссуду под бумаги акционерные — артельщикам Взаимного кредита ничего не стоит сделать несколько шагов в кладовые Банка и, наполнив там, с соизволения директора, корзины кредитными билетами, принести их во Взаимный Кредит. Чем более процветала биржевая игра, тем с большим удовольствием Государственный Банк отпускал корзины с бумажками; человеку, в первый раз попадавшему в коридоры Государственного банка, это перетаскивание в корзинах бумажек и процентных бумаг могло показаться перетаскиванием грязного белья из квартиры в прачечную»<sup>12</sup>. Насколько эти обвинения обоснованы — мы еще обсудим.

Итак, как это хорошо описано в публикуемой работе, с конца 1868 года и в течение 1869 года на Санкт-Петербургской бирже проходила активная игра на повышение<sup>13</sup>. Основной организацией, финансирующей биржевую игру, было ОВК, и общий размер ссуд, выданных обществом под залог ценных бумаг, был весьма велик. В публикуемой работе приводится цифра в 42 млн руб. ссуд за 8 месяцев 1869 года. На самом деле, как видно из годового отчета ОВК, эта цифра была гораздо больше и составляла около 64 млн руб.<sup>14</sup> В течение весны и лета 1869 года цены на ценные бумаги резко повысились. Однако 20 августа стало известно, что ОВК повысило процент по ссудам под залог ценных бумаг с 5 до 7% и остановило выдачу новых ссуд. Государственный банк также поднял процент по ссудам под залог ценных бумаг — до 8%. Цены на ценные бумаги стали резко снижаться — по некоторым из них на десятки процентов, началась паника, что и дало современникам право называть это событие биржевым погромом. В начале сентября комиссия под председательством С.А. Грейга<sup>15</sup> рассматривала вопрос о последствиях биржевого кризиса и рекомендовала Государственному Банку и ОВК продолжить выдачу ссуд. По мнению комиссии, это было необходимо для поддержания уровня цен на ценные бумаги, с тем чтобы их не скупил иностранные инвесторы<sup>16</sup>. Выдача ссуд была возобновлена, и постепенно, к концу года, ситуация более или менее нормализовалась. Впрочем, к концу 1869 года цены на ценные бумаги были в основном существенно ниже, чем в середине года<sup>17</sup>.

<sup>12</sup> Очерки и картинки. Собрание рассказов, фельетонов и заметок Незнакомца (А. Суворина). Кн. 1. СПб., 1875. Раздел «На бирже и у господ плутократов». С. 2. Известно, что сам термин «отмывание денег» (*money laundering*) был впервые употреблен в ходе Уотергейтского скандала. Версия о том, что он возник в Чикаго, при организации гангстерами прачечных, историками не подтверждается. Однако любопытно, что эта метафора — сравнение банковских операций со стиркой белья — появилась у русского журналиста почти за 100 лет до Уотергейта.

<sup>13</sup> В современной литературе анализ этого процесса см. в: *Лизунов П.В.* Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703—1917 гг.) СПб.: Русско-Балтийский информ. центр «Блиц», 2004. С. 174—190.

<sup>14</sup> Отчет о действиях Санкт-Петербургского Общества взаимного кредита за 1869 год, прочитанный в Общем собрании 17 марта 1870 г. СПб., 1870. С. 22.

<sup>15</sup> Когда 3 июня 1866 года адмирала С.А. Грейга назначили товарищем министра финансов, Ф.И. Тютчев отозвался на это событие таким стихотворением:

Когда расстроенный кредит  
Не бьется кое-как,  
А просто на мели сидит,  
Сидит себе, как рак, —  
Кто ж тут спасет, кто пособит?  
Ну кто ж, коль не моряк.

(См.: *Тютчев Ф.И.* Полное собрание стихотворений. Л., 1987. С. 226.)

<sup>16</sup> *Лизунов П.В.* Цит. соч. С. 184. Политика вполне понятная и логичная — так же поступило российское правительство в 2008 году, только акции скупались ВЭБом.

<sup>17</sup> См.: *Гейлер И.К.* Указ. соч. С. XLIX.; *Д.Д.* Наши бумажные ценности. С. 32—33. Цены на некоторые акции у этих авторов различаются.

Статья «Нынешний биржевой погром» была опубликована в газете «Санкт-Петербургские ведомости» 15 октября 1869 года и затем вышла отдельной брошюрой. Продолжим рассказ о последствиях биржевого «погрома» и постараемся ответить на вопрос, что же произошло с участниками событий. Понятно, что на резком падении цен на акции и лотерейные билеты многие игроки разорились. Но как кризис отразился на ОВК? Оно действительно, как показано в публикуемой работе, вело рискованную кредитную политику. Понятно, что общественное мнение было резко настроено против общества. Ламанский в своих воспоминаниях писал, что «в 1869 или 1870 году мне было уже официально заявлено о невозможности для меня как управляющего Государственным банком оставаться во главе Общества взаимного кредита»<sup>18</sup>. ОВК было вынуждено переехать из здания Государственного банка на частную квартиру. Это было вполне естественно, но вопрос об отношениях ОВК и Государственного банка не столь очевиден, как кажется. Современники были убеждены — ОВК до, во время и после биржевого кризиса пользовалось неограниченной поддержкой Государственного банка, что и обеспечило жизнеспособность общества и его прибыльность. Само решение о приостановке ОВК выдачи ссуд автор публикуемой работы объясняет тем, что «...в кассе Общества Взаимного кредита больше не хватило денег. В Государственном банке, служившем постоянным источником для пополнения кассы Общества, на это время также не оставалось свободных капиталов»<sup>19</sup>. Это мнение практически дословно повторяет и П. В. Лизунов<sup>20</sup>. Однако статистика не дает ясного подтверждения столь сильной зависимости ОВК от Государственного банка.

На 1 января 1869 года ОВК имело 3550 членов, на 1 января 1870 года — 5618 членов, при этом оборотный капитал общества почти удвоился и составил 3,9 млн руб. В Государственном банке ОВК имело два текущих счета. По одному счету учитывались переданные для переучета векселя и другие обязательства, а также перезалог ценных бумаг. В течение 1869 года переучет векселей составил 20 576 тыс. руб. по приходу и 20 393 тыс. руб. по расходу. Временный перезалог бумаг составил 5439 тыс. руб. по приходу и столько же по расходу. По второму текущему учитывались суммы, передаваемые в банк или заимствуемые от него. Оборот по счету по приходу составил 54 649 тыс. руб. и по расходу — 54 539 тыс. руб. По этому счету ОВК получило процентов 62 тыс. руб., а заплатило — 30 тыс. руб.<sup>21</sup> Поскольку при размещении средств ОВК получало 3% годовых, а при заимствовании средств в банке платило 7% годовых, то понятно, что в среднем ОВК было донором средств для Государственного банка. Легко подсчитать, что среднегодовой остаток средств ОВК в банке составлял около 2 млн руб. — сумма, равная всему оборотному капиталу ОВК на 1 января 1869 года. Более того, поскольку ОВК выдавало ссуды своим членам под 5% годовых, систематически заимствовать средства в Государственном банке под 7% годовых не имело никакого экономического смысла.

Экономические результаты ОВК за 1869 год впечатляли. Чистая прибыль равнялась 783 тыс. руб.<sup>22</sup>, таким образом, рентабельность капитала была 39% — прекрасный показатель по любым стандартам. Согласно уставу ОВК

<sup>18</sup> Ламанский Е.И. Избранные сочинения / Сост. А.В. Бугров. М.: Типография «Новости», 2005. С. 168.

<sup>19</sup> См. с. 83 этого номера журнала.

<sup>20</sup> Лизунов П.В. Цит. соч. С. 183.

<sup>21</sup> Отчет о действиях Санкт-Петербургского Общества взаимного кредита за 1869 год, прочитанный в Общем собрании 17 марта 1870 г. СПб., 1870. С. 7, 9, 24—25.

<sup>22</sup> Там же. С. 28.

в правление входило 5 человек<sup>23</sup>, их вознаграждение составило 117 тыс. руб. Даже если принять невероятное предположение, что это вознаграждение делилось поровну, то доход председателя правления ОВК Ламанского за 1869 год составил бы 23 тыс. руб. Заметим, что его содержание как управляющего Государственным банком составляло 3 тыс. руб. жалования и 3 тыс. руб. столовых<sup>24</sup>. Правда, впоследствии члены общества признали такие доходы чрезмерными — на собрании членов ОВК, рассматривавшем результаты деятельности общества за 1870 год, были приняты решения о снижении вознаграждения членов правления с 15 до 10% чистой прибыли и о том, чтобы сумма вознаграждения каждого из них не превышала 15 тыс. руб.<sup>25</sup>

Но значило ли вышесказанное, что ОВК на самом деле не получало помощи от Государственного банка и что оно самостоятельно достигло таких замечательных результатов? Конечно, нет. Во-первых, благодаря руководству Ламанского и расположению в здании Государственного банка ОВК занимало исключительное положение в деловом мире 1860-х годов. По справедливому замечанию одного из лучших историков российского банковского дела в И. Ф. Гиндина, «в лице Общества Государственный банк в действительности имел в 1863—1871 годах подсобную организацию, нечто вроде дочернего общества для поддержания учредительства железнодорожных обществ и первых акционерных банков»<sup>26</sup>. Во-вторых, средние показатели не дают информации о крупных краткосрочных заимствованиях, которые особенно важны в период кризиса. Отметим, что осенью 1998 года ставки на межбанковском рынке в отдельные дни доходили до 1000% годовых — некоторым банкам нужна была ликвидность для выполнения своих обязательств. Поэтому для корректной оценки взаимоотношений Государственного банка и ОВК в период кризиса необходимы архивная работа и анализ ежедневных оборотов по счетам общества в банке. К сожалению, опубликованный отчет ОВК за 1869 год содержит типографский брак — пропущены 4 страницы текста (с. 35—38) и таблица, в которой отражены операции ОВК с разбивкой по месяцам, в том числе по счетам в банке, обрывается на апреле. В-третьих, есть основания полагать, что значительная часть переучета векселей Государственным банком фактически была ссудой, предоставленной ОВК под залог ценных бумаг<sup>27</sup>. Бесспорно, помог ОВК и перезалог в Государственном банке части портфеля ценных бумаг в сумме около 5 млн руб.

Таким образом, не вызывает сомнений, что Государственный банк определенным образом способствовал спекуляции на рынке ценных бумаг. Более того, трудно удержаться от предположения о том, что ОВК приостановило выдачу ссуд под ценные бумаги не только и не столько из-за проблем с ликвидностью, сколько потому, что Ламанский почувствовал перегрев рынка и решил ограничить риски. Однако для подтверждения или опровержения этого предположения необходимы дополнительные исследования. По итогам 1869 года Государственный банк практически завершил все расчеты с ОВК, которое получило внушительную прибыль. Крупные игроки завершили год удачно, от биржевого погрома пострадали спекулянты и часть

<sup>23</sup> ПСЗ-2, № 39465.

<sup>24</sup> Там же. № 37203. Правда, содержание управляющего Госбанка исчислялось в серебряных рублях, а в ОВК, очевидно, счет шел на ассигнации.

<sup>25</sup> Собрание постановлений общих собраний Санкт-Петербургского Общества Взаимного Кредита. СПб., 1879. С. 8.

<sup>26</sup> Гиндин И. Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861—1892 годы). М.: Госфиниздат, 1960. С. 358.

<sup>27</sup> См. с. 87—88 этого номера журнала.

публики — в общем, обычный результат кризисов. Перестав руководить ОВК, Ламанский впоследствии получил согласование министра финансов М. Х. Рейтерна на то, чтобы возглавить Волжско-Камский коммерческий банк, быстро ставший крупнейшим банком России.

В завершение отметим, что при публикации работы «Нынешний биржевой погром» редакция привела к современному виду орфографию и пунктуацию источника, но сохранила стилистику. Есть лишь некоторые нюансы, которые могут привести к неправильному пониманию текста — предлог «на» на с. 66 и 75 этого номера журнала имеет значение «до», а на с. 67 — «под» (под 10%). Отметим также, что в расчете потерь ОВК, приведенном на с. 75, допущена единственная, хотя и существенная неточность. Отмечается, что 19 сентября цена на лотерейные билеты 1-го займа упала до 142 руб. (в тексте — «на 142 руб.»), а 2-го займа — до 139 руб. Поскольку считалось, что в Обществе заложено 80 тыс. билетов, приведен расчет потерь — 8 млн руб.<sup>28</sup> Этот расчет неверен. Цифра в 8 млн руб. получена умножением 80 000 на номинальную цену билетов — 100 руб. Но падения цен на 100 руб. не было — максимальные цены на билеты обоих займов достигали 185 руб. Для оценки риска ОВК вполне возможно предположить, что в портфеле заложенных билетов 1-го и 2-го займов было поровну. Тогда средняя цена обеспечения составила 19 сентября 140 руб. 50 коп. Ссуда под залог билета достигла 150 руб. только в мае—июне 1869 года, поэтому средняя величина ссуды под билет была существенно ниже этой цифры. Но даже если считать, что все ссуды под обеспечение лотерейными билетами были выданы в размере 150 руб., расчетный возможный убыток на один билет составил бы 9 руб. 50 коп., то есть 760 тыс. руб. по всему заложенному портфелю. Эта цифра составляет менее 10% от 8 млн руб. К декабрю 1869 года цена билетов поднялась до 158 руб.<sup>29</sup> и опасность рыночного риска по этой бумаге для ОВК отступила. Безусловно, небольшая неточность в оценках не уменьшает аналитической силы и значения публикуемой работы.

Итак, вниманию читателей предлагается замечательный исторический документ, не потерявший своего значения как образец экономического анализа кризисной ситуации. На основе проведенного анализа автором сделаны точные выводы. Детальное обсуждение содержательных предложений по изменению законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг, и устава ОВК, к сожалению, уже выходит за рамки нашей статьи. Нам остается лишь присоединиться к главному выводу публикуемой работы:

«Для противодействия кризису вроде настоящего... весь секрет выражается двумя словами: *нужно выдержать* ... Есть слухи, что все банки и министерство финансов думают, заботятся и принимают доступные им меры для приготовления помощи настоящему положению ... *Терпение и выдерживание* — вот лозунг настоящей минуты для всех здравомыслящих людей»<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> См. с. 75 этого номера журнала.

<sup>29</sup> Гейзер И. К. Указ. соч. С. XLIX.

<sup>30</sup> См. с. 86—87 этого номера журнала.