

ГЕНЕЗИС И ЭВОЛЮЦИЯ ИНСТИТУТОВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И ЧАСТНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

К.В. Криничанский, канд.экон.наук, доцент
Уральский государственный университет

АННОТАЦИЯ

В настоящей работе изложены результаты исследования генезиса и эволюции институтов государственных и корпоративных облигаций в период XIV – начала XX века. Среди затрагиваемых аспектов – экономическая и юридическая природа данных ценных бумаг, эволюция способов передачи прав по ним, создание конструкций конвертируемых бумаг, облигаций с ипотечным покрытием (пфандбрифов). Кроме того, в работе затрагиваются вопросы становления института защиты прав инвесторов (в т. ч. системы требований к раскрытию информации эмитентами облигаций и пр.), появления рыночных институтов, нацеленных на устранение информационной асимметрии (кредитные рейтинги). В результате эволюция институтов государственных и корпоративных облигаций представлена как сложный процесс, сопровождающийся изменением форм, состава участников отношений, продуцирующий особые подвиды инструментов, отвечающие специфическим задачам. При этом из работы следует, что данная эволюция не затрагивает в рассматриваемый период серьезным образом состава базовых функций исследуемых институтов. Таким образом, выделяемые функции служат некой программой (кодом) развития данных институтов и определяют их роль в экономическом развитии. Работа заслуживает интереса со стороны широкого круга исследователей в области экономики и юриспруденции.

SUMMARY

This paper describes the results of an investigation of the genesis and evolution of the institutions of state and corporate bonds in XIV century – the beginning of XX century. The aspects touched upon include the economic and legal nature of these securities, the evolution of the methods of transfer of rights for them; the creation of the special constructions (convertibles, mortgage securities – pfandbriefes). Besides, the paper touches upon the problems of the formation of the institution of investor rights protection (including the system of requirements on the information disclosure by the issuers of the bonds), the appearance of market institutions aimed at the elimination of the information asymmetry (credit ratings). As a result, the evolution of the institutions of state and corporate bonds presented as a complicated process accompanied by the

modification of forms, the composition of the participants of the relations that produces special subspecies of instruments suitable for specific tasks. At the same time, one conclude from this paper, that this evolution does not have to do with the set of the basic forms of these institutions at the considered period in a serious way. Thus, the emphasized functions serve as a certain program (code) of the development of the studied institutions and determine their role in the economic development. The work deserves the interest of a wide circle of researchers in the sphere of economics and law.

Введение

Экономическое развитие, демонстрировавшее в период последнего столетия весьма бурную динамику и проявившееся в числе прочих явлений в значительном росте масштабов рынка ценных бумаг, становлении новых крупных сегментов данного рынка во многом обязано этим предшествовавшей истории. В связи с этим задача, решаемая в работе, сводится к раскрытию основополагающих аспектов эволюции институтов государственных и корпоративных облигаций и их рынков в XIV – начале XX века. Среди них – экономическая и юридическая природа данных ценных бумаг, эволюция способов легитимации прав их владельцев и передачи прав по ним (эволюция форм – от именной, к ордерной и предъявительской), появление некоторых разновидностей данных видов ценных бумаг (конвертируемых бумаг, покрытых облигаций – пфандбрифов). Кроме того, в работе затрагиваются вопросы становления института защиты прав инвесторов (в т. ч. системы требований к раскрытию информации эмитентами облигаций, стандартов информации, подлежащей раскрытию на этапе вывода бумаг на рынок), появления рыночных институтов, нацеленных на устранение информационной асимметрии (кредитные рейтинги).

Эволюция институтов государственных и корпоративных облигаций, как предполагается показать в работе, протекает как сложный процесс, сопровождающийся изменением форм, состава участников отношений, продуцирующий особые подвиды инструментов, отвечающие специфическим задачам. При этом нас также интересуют вопросы, затрагивает ли данная эволюция в рассматриваемый период серьезным образом состав базовых функций данных институтов, каковы эти функции и можно ли считать их некой программой (кодом) развития изучаемых институтов, определяющих роль этих институтов в экономическом развитии.

1. Генезис института государственных облигаций, XIV – XVIII века

История института государственных облигаций ведет отсчет от известных экспериментов средневековой Генуи. Будучи крупным торговым центром, этот итальянский город для поддержания основы своего процветания вынужден был прибегать к централизации множества расходов, связанных с построением кораблей, созданием портовой и городской инфраструктуры, а также (в силу своего статуса самостоятельного государства) ведением военных действий. Дефицит бюджета, возникающий из постепенного роста этих расходов, с определенного момента стал покрываться с помощью осуществления государственных займов, формой которых была конструкция, именуемая «компере» (*compere*).

Первые упоминания о таких займах, как пишет об этом Ф.Бродель, датируются XIV веком [5]. Эти займы предоставлялись сразу несколькими кредиторами. Однако не это было их ключевым признаком, так как форма «синдицированных» кредитов была уже известна и, по всей видимости, распространена в ту эпоху¹. Важно, что «компере» было свойственно наличие единого крупного обязательства, разделенного на одинаковые доли и с точки зрения расходования получаемых средств имевшего определенное целевое назначение. Не менее значимым элементом конструкции *compere*, показывающим сходство этого института с более поздними государственными займами (в т. ч. облигационными), было то, что *compere* объявлялись обеспеченными доходами правительства республики. Как отмечали комментаторы, это делалось с целью повышения их надежности и побуждения граждан к инвестированию. При этом круг инвесторов на начальном этапе развития данного института был весьма узок и заранее определен.

Compere стали первой формой организации отношений инвесторов и государства, посредством которой республиканские (городские) власти получили технологию осуществления крупных заимствований на осуществление своих проектов и кампаний, покрывая проценты и основную сумму долга государственными доходами.

Государственные заимствования в XIV веке вслед за Генуей стали входить в практику и в других итальянских городах-республиках – Венеции, Флоренции. В отличие от генуэзских эти формы займов (*mons*), допускали участие в них более широкого круга граждан. По ряду

¹ Некоторые примеры «ассоциированного» или «синдицированного» кредитования крупных феодалов и муниципальных властей приводит В.Зомбарт: «В XII в. 12 тосканских займодавцев ссужают графу Форенцу 1 000 турнейских ливров; синьору Кончи 3 500 ливров дают 8 человек. Гоше де Шатильону 3 750 ливров тоже 8... В 1368 г. совет Франкфурта занял у четырех евреев 10 000 гульденов» [8, с. 276].

источников, в ранний период их появления, размещение *mons* проводилось в принудительном порядке, процент же, как указывали свидетели, выплачивался дабы избежать проявления сильного недовольства, и уже в XV веке такие заимствования стали осуществляться на добровольной основе [10, с. 28].

В работе И.Т.Тарасова говорится, что существенной чертой этих займов было существование некоего общества, «монтэс» (*montes*), сущность которого состояла в (1) соединении несколькими лицами своих капиталов для (2) ссуды государству и одновременном приобретении права на (3) получение соответствующей части государственных доходов в погашение этой ссуды [19, с. 84]. Для более углубленного анализа данного явления мы разделили «бизнес» таких обществ на три составляющие, указанные после цифры в скобках. На основе этого разделения можно заметить, что *montes* как экономический институт сочетал в себе сразу два направления – архаичное, связанное с осуществлением деятельности по откупу налогов или сборов – пункт (3), и только начавшее свое формирование, банковское, связанное с соединением капиталов разных лиц с целью сохранения, защиты и приумножения этих капиталов – пункты (1) и (2). Однако архаичное направление получило в этом институте совершенно новую форму, а именно, *montes* не принимали участие ни в сборе налогов, ни в иных акциях, связанных с получением государством своих доходов. Обещание передачи потока доходов государства в пользу представлявших *montes* лиц было оформлено в виде ссуды правительству (пункт (2)), разделенной на доли, которые получили свое наименование (*mons*) и по которым стал выплачиваться определенный процент.

Таблица 1

Эволюция функций долговых ценных бумаг и их рынков, XIV–XV века

Функция	Носитель функции	Содержание, примеры
Фискальная, кредитная	Государственные займы (<i>compere, mons</i>)	Совершались преимущественно для покрытия расходов правительства на снаряжение военных экспедиций (в т.ч. имеющих экономические перспективы)

Отметим, что уже ранние формы государственных займов и правительственных ценных бумаг, появившиеся в эпоху средневековья, были очень близки по своему замыслу и функциям более поздним государственным облигациям. Они отвечали основным принципам кредита (срочность, возвратность, платность), выполняли *функции финансирования государственных расходов и покрытия дефицита бюджета*²,

² Дж.Арриги сообщает, что в продолжение XIV–XV веков итальянские «города-государства один за другим сталкивались со все более серьезными фискальными кризисами, возникавшими... из-за «просто ошеломительных... военных расходов и нарастания процентов на государственный долг» (Martines 1988)» [2, с. 141].

основывались на модели трансферта денежных ресурсов от источника, обладающего свойствами избытка таких ресурсов (см. табл. 1). Однако перепродажи, рынка долей, на которые делились эти займы в ранний период, практически не существовало³, а поэтому как таковые функции *рынка* государственных бумаг никак не проявлялись, но обозначились значительно позднее.

Вехами в процессе развития института государственных ценных бумаг в рассматриваемый период стали превращение дефицитного финансирования расходов при Карле V (1500–1558) и Филиппе II (1527–1598) в регулярную практику государственных финансов⁴, а также становление инфраструктуры организованной торговли государственными бумагами в виде Амстердамской биржи в XVII веке, развитие подобных и альтернативных институтов обращения государственных облигаций по всей Европе в XVIII веке. Немалое значение для этого имело появление банков (в особенности Амстердамского – в 1609 году и Английского – в 1694 году) и упрочение национальных денежных систем.

Важно было также усовершенствование форм передачи прав по ценным бумагам, произошедшее в тот же период. Прежде всего это касается законодательного разрешения использования формы бумаг «на предъявителя»⁵, безусловно, более удобной по сравнению с формой именных бумаг. Как результат в XVIII, а затем и в XIX веке государственные займы в форме ценных бумаг развивались очень интенсивно, что привело к образованию их рынков и быстрому повышению уровня их организации.

³ В работе Дж.Арриги на этот счет можно обнаружить противоречивые заявления. В одном из мест автор пишет, что еще ранее XV века «в итальянских городах-государствах существовали рынки государственных займов», но тут же приводит замечание Ф.Броделя, что такие рынки получили должные «объемы, «текучесть», открытость, свобод[у] спекулятивных сделок» намного позднее, в амстердамскую эпоху, то есть в XVII веке [2. – С. 194]. Последнее утверждение выглядит гораздо более обоснованным.

⁴ Данное замечание, найденное у Р.Камерона [9, с. 168], не означает использование данными монархами с целью покрытия бюджетного дефицита государственных ценных бумаг, но из него вытекает развитие институтов дефицитного финансирования, втягивание в долгосрочные долговые отношения крупных финансовых структур и в конечном итоге поиск оптимальной формы, в т. ч. через совершаемые экономическими агентами ошибки. Действительно, если бы в середине XVI века отношения между Фуггерами и Карлом V были бы оформлены имеющими рынок облигациями, знаменитые торговцы и банкиры не утратили бы своих позиций в европейской экономике (см.: [2, с. 178]).

⁵ Как пишет Н.О.Нерсесов, в Германии впервые облекать государственные заимствования в форме бумаг на предъявителя стала Саксония, а ее примеру последовали прочие Германские государства [15, с. 185].

Заимствования, совершаемые правителями и правительствами в период XIV–XVIII веков, имели слабую экономическую основу и, как следствие, инвестиции в соответствующие бумаги были весьма рискованным занятием. Многие займы так и не были погашены. Помимо чисто экономических это имело и иные последствия. Особенно интересными для нас являются изменения, происходившие в институциональной сфере. Они заключались в совершенствовании правовых отношений между кредитором и заемщиком, осуществлении поиска и развитии институтов, повышавших уровень защиты прав инвесторов. Наведение порядка в сфере государственных финансов в отдельных государствах и политика соблюдения обязательств⁶ становились основой для развития новых финансовых технологий, отвечающих целям управления долгом. В частности, это привело к практике *конвертации* ранее возникших долгов (или выпущенных облигаций) и появлению конвертируемых бумаг. Такая практика получила распространение с ростом масштабов заимствований в XVIII–XIX веках. Например, известно, что в 1751 году Казначейство Англии конвертировало все непогашенные выпуски в один, так называемый Консолидированный аннуитет («консоль») [20, с. 8]. При этом финансовое ведомство добилось несомненного улучшения характеристик государственного долга, за счет предельного удлинения сроков займа и снижения ставки его обслуживания.

Именно Англии в конце XVIII – начале XIX века удалось впервые реализовать масштабный и длительный проект, в рамках которого финансируемые посредством организации займов кампании общегосударственного значения обеспечили дальнейшие долгосрочные выгоды экономике данной страны. Эти выгоды заключались, *во-первых*, в устранении конкурентов для английских компаний, а, *во-вторых*, в развитии как отдельных передовых отраслей (от черной металлургии до банковского дела), так и сети подрядных организаций, активность которых обернулась позднее развитием новых проектов (в частности, железнодорожного строительства) и увеличивающимся потоком налогов. Поэтому впечатляющая нагрузка от этих займов на систему

⁶ Что включало меры различного порядка – от стабилизации национальной валюты, отказа от практики принудительных займов до соблюдения политики «экономности в военном вопросе» и прочих мер, направленных на укрепление государственных финансов, которые в целом характеризовали политику, проводимую в Англии в годы правления Елизаветы I (1558–1603) [С. 252–254], и в конечном итоге нашло преобладание в провозглашении принципа строгости соблюдения собственных обязательств (а в последствии и требования соблюдения данного принципа со стороны стран-партнеров) [14, с. 20].

государственных финансов⁷ не была критической для государственных финансов Британии и не воплотилась в кризис для кредиторов.

2. Генезис корпоративных облигаций и частных рент

О существовании частных облигаций известно с первых лет истории акционерных компаний. Приведем несколько свидетельств. Например, Н.О.Нерсесов, изучавший природу и эволюцию предьявительской формы ценных бумаг, указывает на то, что облигации Ост-Индской компании 1602 г.⁸ начали выпускаться по меньшей мере с 1620-х годов [15, с. 181]. В работе группы современных авторов, содержащей интересный исторический обзор, мы встречаем утверждение, что выпуск облигаций торговыми компаниями практиковался с конца XVII века и являлся эффективным средством для финансирования колонизации и освоения новых отраслей промышленности [6, с. 31]. Известный русский юрист, исследователь акционерных компаний И.Т.Тарасов со ссылкой на французского автора Ж.Савари сообщает, что облигации компаний (*billets de Compagnie*) уже в первой трети XVIII века получили свою инвестиционную «квалификацию» и в этом качестве оценивались как «обыкновенно лучшие из всех бумаг, находящихся в обращении» [19, с. 116].

Более старым документом, имеющим признаки ценной бумаги как оборотоспособного инструмента (и существенные признаки облигации), была рента. Под рентой понималось право требования ежегодного дохода или взноса бессрочно, пожизненно или на определенный срок. Такое требование являлось следствием передачи другому лицу денежного капитала или недвижимого имущества. В средние века в Западной Европе особенно были распространены ренты второго рода (имеющие определенное сходство с конструкцией *обратной ипотеки*), где взамен отчужденного недвижимого имущества приобреталось право требовать определенный ежегодный доход от всякого лица, кто будет владельцем того имения. Н.О.Нерсесов указывает, что в конце XIII и начале XIV века в Германии имели хождение ренты, имевшие «несовершенную форму бумаг на предьявителя», т. е. такие, в которых обещание давалось определенному кредитору или всякому владельцу документа [15, с. 182].

⁷ Эта нагрузка была беспрецедентно большой. По данным, которые приводит Дж.Арриги, «к 1783 году британское правительство выделяло 9 миллионов фунтов на обслуживание долгов, поглощавших не менее 75 % бюджета и составлявших более четверти общей годовой стоимости британской торговли. ... в 1792–1815 годах государственные расходы Британии смогли вырасти ... с 22 до 123 миллионов фунтов, ... в основном благодаря новым займам, которые к 1815 году увеличили сумму, требовавшуюся для ежегодного обслуживания долга, до 30 миллионов фунтов [2. – С. 219].

⁸ Если этот год считать годом основания, то речь идет о Голландской Ост-Индской компании.

Что касается форм легитимации прав владельца облигаций, то следует указать, что до XIX века облигации компаний преимущественно были именными бумагами. Однако для облегчения передачи прав по ним в их конструкции встраивались дополнительные оговорки, которые позволяли квалифицировать их (как и вышеуказанные ренты) как имевшие «несовершенную форму бумаг на предъявителя» или рассматривать как «именные с предъявительской оговоркой». Н.О.Нерсесов приводит пример составления подобной бумаги: «Форма облигации [Голландской Ост-Индской компании] от 1622 г. была следующая: «Мы, нижеподписавшиеся директора такого-то отделения компании, признаем, что получили от NN сумму... которую с % мы обязаны уплатить поименованному NN или владельцу настоящего документа» [15, с. 181].

Анализ имеющихся источников позволяет найти, что ранние формы корпоративных облигаций были процентными, что, вероятно, отличало эти бумаги от гораздо более распространенных в тот же период векселей. Форма, предусматривающая наличие специального купона, появилась ближе к концу XVIII века, а дисконтные облигации (бумаги, выросшие из векселя и даже сохранившие в английском языке соответствующее название, *bill*, либо называемые «коммерческими бумагами») стали появляться в начале XIX века.

3. История ранней практики секьюритизации активов, XVIII – XIX века

Свидетельства первой практики секьюритизации активов можно обнаружить в Германии XVIII веке. Начиная с 1760-х годов провинциальными корпорациями землевладельцев в Пруссии состоявшим в них собственникам земли стали выдаваться так называемые пфандбрифы (*Pfandbriefe*) – *закладные листы*. Этот документ выпускался на предъявителя и мог служить хорошим средством для получения его держателем необходимых денежных сумм посредством свободной его продажи или передачи в залог. Создание *Pfandbriefe* задумывалось в интересах поднятия сельскохозяйственного кредита, но сыграло намного более существенную роль в развитии экономики и финансовой сферы Германии⁹. Земли, передаваемые в залог, оценивались в размере 2/3 или 3/4 их стоимости. Среди характеристик данной ценной бумаги, которые мы находим в работе Н.О.Нерсесова, выделим следующие: «владелец закладного листа имел непосредственное отношение только к целой корпорации (поземельному обществу), которая являлась посредницей

⁹ Долговые ценные бумаги, носящие это название, продолжают выпускаться частными компаниями по настоящее время и занимают большую долю в структуре корпоративных облигационных заимствований.

между отдельным собственником и капиталистом. Гарантией исправного платежа % и погашения долга служило залоговое право общества на землю отдельных сочленов» [15, с. 185]. Таким образом, как вытекает из контекста, мы имеем дело с конструкцией, которая создавалась с целью перенесения центра риска и «центра ответственности» по займам с индивидуального и относительно более мелкого участника рынка на более крупного, обладающего, выражаясь современным языком, заведомо более высоким кредитным рейтингом. Хотя описанную схему нельзя вполне отождествлять с новейшими схемами секьюритизации активов и мобилизации ипотеки, однако в ней заложены важнейшие принципы и механизмы соответствующих сегодняшних институтов. Так, например, ассоциация землевладельцев выступает здесь в роли института, аналогичного современным SPV-компаниям, и обеспечивает соблюдение обязательств по переданным инвесторам пфандбрифам за счет того, что имеет право залога в отношении переданных участков земли, хоть и не контролирует непосредственно денежный поток, возникающий в обслуживании передаваемых земельными собственниками третьим лицам бумаг. Подобные бумаги, как указывает Н.О.Нерсесов, быстро распространились на все провинции Пруссии и перешли за ее пределы в другие провинции Германские и далее в Остзейские провинции России.

В 1797 году в России был учрежден банк для выдачи ссуд под залог помещичьих имений. Банк производил ссуды не деньгами, а собственными *билетами* в 500 руб. каждый [15, с. 192]. Заемщики пускали их в продажу и получали таким образом необходимые им денежные средства. Билеты этого банка были на предъявителя и походили отчасти на бумажные деньги тем, что были обязательны между частными лицами, наподобие ассигнации. Более близкая форма ранним прусским бумагам существовала во второй половине XIX века в виде *закладных листов* государственного дворянского земельного банка и поземельных банков [15, с. 195].

Интересная практика в обозначенной области наблюдалась во Франции. Попытки мобилизации ипотеки относятся к истории французского права конца XVIII века. По закону 9 messidor'a, год III, всякий собственник мог обратиться к должностному лицу (*conservateur des hypotheques*) с просьбой внести свое недвижимое имущество в ипотечные книги. Ему выдавались в сумме 3/4 стоимости имущества особые документы (*cedules hypotecaires*), которые он мог по мере встретившейся надобности пустить в оборот. Передача этих документов совершалась посредством индоссаментов. Всякий владелец становился залогопринимателем определенной части имущества, соответствующей документу. Этот закон был очень скоро отменен законом 28 vendemiaire, год V. Несмотря на то, что более подробных сведений о природе ипотечных цедул у нас нет, можно предположить, что эти ценные бумаги

имели родовое сходство с прусскими пфандбрифами¹⁰. Как указывает Н.О.Нерсесов, «практическое неудобство первого закона состояло в том, что владельцы ипотечарных цедул не были гарантированы в том, что имущество оценено должностным лицом надлежащим образом» [15, с. 213]. Далее следовали другие попытки к облегчению передачи ипотеки в интересах поземельного кредита, которые закончились учреждением в 1852 году общего для всей Франции поземельного банка. Эволюция функций изучаемых ценных бумаг для периода XVI–XVIII веков обобщена в табл. 2.

Таблица 2

Эволюция функций долговых ценных бумаг и их рынков XVI–XVIII вв.

Функция	Носитель функции	Содержание, примеры
Кредитная	Вексель, закладная, земельные векселя (США)	Использование векселя в качестве инструмента коммерческого кредита. Использование закладных как инструментов капитализации главного богатства того времени – земли, вовлечение в оборот иных активов
Финансирование ведения бизнеса	Облигации	Аккумуляция капитала для реализации как единичных проектов, так и непрерывной и длительной предпринимательской деятельности (в основном, торговой), которой сопутствовали иные функции (вплоть до полицейских и военных)
Реализация капиталоемких проектов	Облигации	Концентрация крупного капитала в руках одной компании
Фискальная	Государственные облигации	Эмиссия совершалась в целях удовлетворения военных и экономических (главным образом, диктуемых дефицитами бюджетов) нужд.
Функция управления параметрами государственного долга	Государственные облигации	С помощью <i>конвертации</i> ранее возникших долгов (или выпущенных облигаций) и прочих инструментов правительство нередко улучшало характеристики госдолга: снижало ставку обслуживания, удлиняло срок выплат

4. Развитие рынка государственных ценных бумаг в период XIX – начала XX века

Самое значительное развитие рынки государственных ценных бумаг получили в период XIX–XX веков. Выпускаемые в XIX веке в Европе, они

¹⁰ В современных источниках информации о европейском финансовом рынке просматривается несколько аналогов данных бумаг, а именно: *pantbrevs, cedulas, obligations foncieres, lettres de gage, mortgage bonds, covered bonds, asset covered bonds, asset covered securities*. Эти бумаги, рассматриваемые в совокупности как покрытые облигации (*covered bonds*) представляют широкий круг стран – Германию, Францию, Испанию и др.

имели различные наименования: облигации, билеты займа (внутреннего или внешнего, с выигрышем или без него), билеты государственного казначейства, ренты и прочие, но выполняли одни и те же функции. Они могли быть именными или на предъявителя. Облигации также выпускались городами (муниципалитетами), землями, земствами и т. п. В основе развития рынков данных бумаг в этот период лежали факторы, обуславливавшие рост объемов государственных долговых обязательств, расширение спроса на ценные бумаги со стороны инвесторов, а также сумма институционально-правовых и институционально-структурных факторов.

Рост объемов государственного долга был обязан процессам укрепления национальных государств и обострения конкуренции между ними. Эта конкуренция могла носить мирный экономический характер, но также выливалась и в открытые военные конфронтации. В обоих случаях она требовала увеличения государственных расходов, которые уже не могли покрываться без наращивания объема государственного долга, а сложившиеся стандарты совершения займов требовали их оформления в виде государственных ценных бумаг. Расширение спроса на эти бумаги в XIX веке можно было объяснить резким увеличением объема ссудного капитала, развитием банковской системы, постепенным ростом уровня жизни и уровня доходов в отдельных точках Европы, Америки, Азии.

Среди институционально-правовых аспектов, которые могут быть рассмотрены в качестве причин, повлекших как расширение спроса на такие инструменты, как государственные и частные долговые бумаги, так и рост их предложения, остановимся на том, который обусловил получение этими бумагами лучших качеств рыночных, то есть пригодных к беспрепятственному, быстрому и несущему низкие операционные затраты обращению, ценных бумаг. Если до XVIII века преобладающим способом легитимации владельца ценных бумаг было составление документа в именной форме, в некоторых случаях, как сообщалось выше, сопровождающееся предъявительской оговоркой, то в XVII–XVIII веках сначала во Франции, а затем в других странах Европы, в первую очередь применительно к векселям, были введены ордерная и предъявительская формы. В результате уже в XIX веке значительная или даже подавляющая доля облигаций, находившихся в обращении, имела предъявительскую форму.

Следует согласиться со следующей аргументацией в пользу значительного и повсеместного распространения предъявительских ценных бумаг в рассматриваемый период: «Благодаря форме на предъявителя, обязательства достигли в высшей степени подвижности и передаваемости. Права, облеченные в эту форму, эмансипируются от личных отношений соучастников обязательств и воплощаются в самой бумаге, в документе. Этот последний становится как бы единственным

носителем прав; поэтому форма на предъявителя служит средством легкой и быстрой мобилизации ценностей, существующих в обороте. ... обязательство, будучи облечено в форму на предъявителя, дает возможность ценности, в нем заключающейся, к быстрому и беспрепятственному циркулированию посредством передачи из рук в руки самого документа» [15, с. 146]. Указанные лучшие институционально-правовые свойства облигаций действительно могли побуждать к широкому использованию данных бумаг эмитентами и не препятствовать формированию спроса со стороны инвесторов, что говорит в пользу того, что помимо сугубо экономических факторов в развитии изучаемого рынка важное место сыграли и институционально-правовые факторы.

Анализируя преимущества предъявительских ценных бумаг, соответствие их конструкции задаче организации широкого обращения бумаг на рынке, можно прийти к заключению, что запрет на использование данной формы в XVIII веке и еще более ранний период серьезно препятствовал развитию рынка, так как ни именная, ни ордерная формы не отвечали требованиям «быстрой мобилизации ценностей», «беспрепятственного циркулирования» капитала путем быстрой передачи документа – ценной бумаги из одних рук в другие. Напротив, разрешение предъявительских ценных бумаг в XIX веке могло послужить важным институционально-правовым фактором для широкого распространения этих инструментов и формирования их рынков как на уровне отдельных стран, так и в международном масштабе, что и наблюдалось в действительности.

Бумаги на предъявителя («*billets en blanc*») стали известны во Франции с конца XVI – начала XVII века. К государственным бумагам данная форма была применена только в XIX веке. Н.О.Нерсесов приводит для иллюстрации этого следующие данные: «Парижу впервые было дозволено сделать заем в форме бумаг на предъявителя ордонансом 1815 г.», а «государственные долги Франции (рента) до 1831 г. были исключительно именные, и только по ордонансу... 1831 г. было дозволено превращать именные ренты в безыменные и наоборот» [15, с. 175]. В России данная форма стала применяться также в начале XIX века.

Из истории развития российского рынка государственных ценных бумаг известно, что в 1817 году начали хождение бессрочные государственные долги, состоящие в займах, по которым правительство обязано было платить только проценты. К ним же были отнесены с 1831 года такие долги, по которым капитал платится в определенные сроки посредством тиража из ежегодного фонда погашения. Большинство последующих займов, внешних и внутренних, совершалось в форме облигаций [15, с. 192]. С 1831 года форму обязательств на предъявителя в России приобрели долги государственного казначейства. Имевшие

наименование *билетов Государственного казначейства*, они в обиходе назывались «сериями». Срок обращения данных бумаг составлял до 1840 года 4 года, позднее – 8 лет. Отметим, что правовая конструкция этих бумаг предусматривала не только ожидание оплаты процентов и основного долга, но и возможность осуществления с их помощью платежей и залогов. К 1855 году на рынке обращалось казначейских билетов на сумму 75 млн. рублей. К 1 января 1881 года было выпущено 72 выпуска «серий» на общую сумму 216 млн рублей.

Развитие рынков государственных долгов в XIX веке было связано с востребованностью инструментов привлечения финансовых ресурсов в фискальных целях и спросу на такие инструменты со стороны инвесторов. Однако размеры государства (и вытекающие из этого потребности в дополнительных ресурсах) в XIX и начале XX века были относительно малы¹¹. Несмотря на это к 1914 году совокупный объем фондовых ценностей, приходящийся на государственные облигации, составлял внушительную сумму – порядка 150–175 млрд. франков¹².

Расширение рынка правительственных бумаг в начале XIX века происходило в связи с необходимостью погашения накопившихся за годы наполеоновских войн государственных долгов. В Соединенных Штатах последней четверти того же века возникла серьезная государственная задолженность, связанная с расходами федерального правительства в Гражданской войне. Однако в развитии данного сегмента рынка ценных бумаг в рассматриваемый период важнейшую роль сыграл не только военный фактор, но и фактор иного рода – повышение доверия к данному рынку со стороны инвесторов. По этому поводу Д.Норт и Б.Вейнгаст, исследователи истории развития финансового рынка Англии, отмечали, что создание рынка государственных облигаций в Англии стало возможным благодаря финансовой политике, основанной на принципе строгого соблюдения обязательств [14, с. 20]. И.Г.Доронин дополняет, что обслуживание государственного долга осуществлялось в системе с полноценными деньгами. Это также повышало доверие инвесторов к государству и его обязательствам и делало государственные ценные бумаги привлекательным объектом размещения денежных средств. Доверие к финансовым обязательствам государства послужило основой для последующего формирования рынка капитала в этих странах. Его

¹¹ По данным на 1913 год уровень государственных расходов в США составлял 1,8 % ВВП, в Англии – 12,7, Германии – 14,8, Франции – 17, Японии – 8,3 % [14, с. 16].

¹² Облигации государства занимали значительную долю всех финансовых активов. Б.М.Ческидов находит, что «в 1914 г. в составе 600–700 млрд франков, которые были воплощены в фондовых ценностях..., облигации государственных займов составляли... около 25 %» [22, с. 61].

развитие, по утверждению И.Г.Доронина, началось с обращения государственных облигаций [14, с. 20].

В XX веке сектор государственных ценных бумаг продолжил свое расширение под сильным воздействием военно-политических факторов. Многочисленные войны, которые вели между собой страны (в т. ч. наиболее экономически развитые) требовали колоссальных ресурсов, получение которых правительствами в достаточном объеме за счет недолговых (в т. ч. неэмиссионных) источников было невозможно. Казначейства и финансовые ведомства стран время от времени злоупотребляли использованием ресурса печатного станка и все активнее прибегали к практике заимствований. В последнем случае удобно было использовать конструкцию облигаций.

В результате таких действий нарастали как внутренние, так и внешние долги. Сверхинтенсивно этот процесс протекал в периоды мировых войн. Как пишет, Р.Камерон, до 1917 года главным финансистом военных действий союзников являлась Великобритания. К концу 1916 года ее займы странам-союзникам составляли 4 млрд долл., но при этом финансовые ресурсы Великобритании были значительно истощены.

Когда Соединенные Штаты вступили в войну, они переняли от Великобритании роль главного кредитора. К концу войны взаимные долги союзников составляли более 20 млрд долл., и около половины этой суммы приходилось на займы, предоставленные правительством США [9, с. 436]. Великобритания ссудила союзникам более 7,5 млрд долл., примерно вдвое больше, чем получила от США, а Франция – около 2,5 млрд, примерно столько же, сколько заняла. Военные займы были своеобразным испытанием для института государственных облигационных заимствований, укрепившегося в предшествующий период в связи с проведением политики строгого соблюдения обязательств. Уникальность ситуации породила настроения принять во внимание этическую составляющую. По этому поводу Р.Камерон сообщает, что в среде европейских союзников был настрой, что займы были таковыми только по названию. Вполне допустимо, что правительства намеревались аннулировать их по окончании войны [9, с. 436]. Точно так же европейские союзники воспринимали и американские займы, тем более что США последними вступили в войну и внесли меньший вклад живой силой и техникой, а их экономический ущерб от военных действий был ничтожен. Однако в Соединенных Штатах военные займы воспринимались как чисто коммерческие. Хотя они согласились после войны сократить ставки процента и продлить период выплаты, они настаивали на полном погашении основной суммы предоставленных кредитов. Таким образом, как оказалось, период Первой мировой войны стал не только периодом бурного роста государственных заимствований, роста сектора

государственных ценных бумаг, базирующегося на высокоразвитой инфраструктуре и рыночных институтах, но и периодом созревания предпосылок для начала первого мирового долгового кризиса. При этом позиция Соединенных Штатов (если не давать ей моральных оценок) повлекла укрепление экономического института государственного долга и послужила, по крайней мере, не снижению доверия к его инструментам со стороны инвесторов.

Завершая краткий анализ рынка государственных облигаций за взятый период, укажем на одно из явлений, положивших впоследствии начало развитию крупного сегмента данного рынка. Как указывает Л.А.Лунц, в данный период получил развитие институт денежного обязательства, снабженного паритетами нескольких валют. «Этот способ выражения долга весьма распространен был до [Первой] мировой войны в сфере международного кредита, в тех случаях, когда кредит этот принимал облигационную форму. Россия, Австрия, Балканские страны, государства Южной Америки при выпуске своих государственных, гарантированных правительством и частных облигационных займов на заграничных фондовых рынках всегда почти обозначали сумму капитального долга и процентов – сумму облигаций и купонов – в нескольких иностранных валютах»¹³ [12, с. 136]. Условием успеха такого рода инструментов (которые уместно назвать облигациями с мультивалютным номиналом и опционом на выбор валюты платежа) была относительная стабильность курсов основных валют, существовавшая до 1914 года. Кроме того, востребованность в данных облигациях объяснялась также и разной емкостью рынков: «Обращаясь сразу к нескольким кредитным рынкам, и притом к рынкам тех государств, которые в то время были богаты свободными капиталами, искавшими помещения за границей, эмитенты облигаций обозначали на выпускаемых ими облигациях твердые паритеты валют тех государств, где займы выпускались, и устанавливали для каждого из этих государств определенное место обслуживания займа (место оплаты купонов и погашения капитала)» [12, с. 219–220]. Такая практика (безусловно, в первую очередь, на уровне идеи и «обкатки» отдельных конструкций, а не в форме перенесения готового образца),

¹³ Этот же автор указывает, что «например, в указе... о выпуске «Российского 5%-ного государственного займа 1906 г.» общая сумма займа обозначена в рублях и нескольких иностранных валютах, также определены достоинства отдельных облигаций и купонов; кроме того, введено условие о том, что по месту уплаты процентов и выплаты капитала (в России – в учреждениях Государственного Банка, во Франции, в Англии, Голландии, Германии и Австро-Венгрии – у иностранных банкиров, корреспондентов министерства финансов) определяется также и валюта расчета – в рублях, франках, фунтах стерлингов, гульденах, марках либо кронах по установленному твердому паритету» [12, с. 136].

несомненно сыграла значительную роль в более позднем появлении и развитии рынка еврооблигаций.

Характеризуя функции рынка государственных облигаций (см. табл. 3), отметим, что ни в XIX, ни в начале XX века данный рынок не вышел за рамки института, обеспечивающего правительство финансовыми ресурсами. При этом рынки государственных бумаг, прежде всего, в отсутствие соответствующих практик, в частности, практики операций Центрального банка на открытом рынке не выполняли никакой роли в регулировании денежно-кредитных процессов. Однако данные рынки все же проявляли некоторые свойства, которые могли впоследствии перерасти в более сложные исключительные функции. Так, например, можно отметить, что еще в XIX веке рынок государственных ценных бумаг являлся своеобразным информационным барометром, который давал четкие сигналы экономическим агентам о состоянии кредитной сферы и стоимости заимствований. В частности, в России индикатором, на который ориентировались банкиры и их клиенты, а также прочие игроки и участники финансового рынка, была 4-процентная государственная рента, определявшая минимальную величину ссудного процента. Кроме того, более существенным моментом являлось то, что политика строгого соблюдения обязательств вместе с вековой эволюцией инфраструктурных институтов данного рынка и наработкой множественных контактов инвесторов и финансовых посредников привели к расширению интереса к инструментам рынка со стороны названных агентов. Обладатели денежного капитала стали воспринимать государственные облигации как важный элемент в портфеле активов, то же самое можно было сказать и о финансовых посредниках, прежде всего, банках и страховых компаниях. Эти обстоятельства являлись необходимыми условиями для того, чтобы включить изучаемый рынок в систему инструментов и механизмов государственного регулирования экономики.

5. Корпоративные облигации и привилегированные акции, эволюция в период XIX – начала XX века

О практике размещения частными компаниями долговых бумаг эмиссионной природы, имеющих целью служить инструментом привлечения ресурсов на период от года и до сверхдлинного периода, было известно до XIX века. Вероятно, что значение этих бумаг для некоторых эмитентов было немалым, однако на экономику в целом выпуск таких бумаг и становление их рынков не оказывали большого влияния. В XIX веке, сначала в Англии и Франции, затем, во второй половине века, в других европейских странах и США частные (главным образом, акционерные) компании стали *регулярно* прибегать к размещению

облигаций, что привело к значительному изменению размеров этого рынка и кардинальному изменению его роли в экономике.

Как правило, эмитентами облигаций были известные и достаточно крупные компании¹⁴, реализовывавшие масштабные проекты в инфраструктурных отраслях. Предприятия транспорта, энергетики, коммунального сектора довольно сильно зависели в своем развитии от успешного привлечения заемного капитала, в т. ч. посредством размещения облигаций. К долговому финансированию также прибегали при реализации отдельных проектов. В свою очередь, экономика нуждалась в реализации различных и, в первую очередь, инфраструктурных проектов, а поэтому облигационное финансирование удачно встраивалось в решение общеэкономических задач.

Масштабы выпуска облигаций показали, что этот механизм обеспечения ресурсами частных компаний являлся востребованным инструментом привлечения ресурсов. Например, к началу 1870-х годов в Австро-Венгрии акционерными компаниями было выпущено облигаций на сумму свыше 900 млн гульденов (из которых порядка 850 млн приходилось на бумаги железнодорожных компаний). Это было сопоставимо с суммой совокупного акционерного капитала, составлявшего 1 051 млн гульденов [19, с. 107–108].

Сопутствующей, но важной особенностью становления рынков облигаций частных эмитентов было то, что заемщики попадали под пристальное внимание кредитующих их банков либо инвестирующей в ценные бумаги публики. Покупка акций и облигаций была сопряжена с высоким риском недобросовестного поведения менеджеров компаний, поэтому важно было найти решение, которое бы устраняло (или, по крайней мере, сглаживало) конфликт интересов инвесторов и управляющих. Такое решение оказалось возможным в связи с развитием информационного пространства. Компании, нуждавшиеся в средствах и рассчитывавшие получить их на рынке, проявляли заботу о своей репутации и раскрывали информацию о своей деятельности в открытых источниках. Однако подобный «стихийный» способ регуляции таких отношений сталкивался с неизбежными «провалами», ведущими к утрате доверия к рынку. Отсюда возникала необходимость для установления

¹⁴ Это не является какой-то особенностью того периода. Напротив, на раннем этапе формирования данного рынка, он был открыт и для относительно некрупных эмитентов, а также и для практики откровенного обмана инвесторов. Важно при этом, что, когда крупные компании осуществляли успешные размещения бумаг, когда спрос на них превосходил предложение, когда выплата процентов и погашения осуществлялись без каких-либо нарушений, это создавало существенную базу для тиражирования такого опыта и расширения использования данных инструментов при привлечении необходимого дополнительного капитала.

более жесткой регламентации и форм «внешнего», законодательного контроля над некоторыми действиями компаний, сопряженными с привлечением заемного капитала.

Отдельные вопросы, связанные с обязательным раскрытием информации эмитентами, вошли в законы и кодексы еще в XIX веке, однако чаще регулировались отдельными актами, утверждавшими уставы учреждаемых акционерных компаний¹⁵ (что не вносило ясности в положение дел для инвесторов и ослабляло возможности роста рынка). В XX веке, в особенности после кризиса 1929 года и депрессии 1930-х годов этот акцент законодательного регулирования деятельности частных компаний и финансового рынка был усилен. Например, в США по принятии *Security Act* в 1933 году выпуск облигаций на срок свыше 270 дней должен был сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии в Комиссии по ценным бумагам [13, с. 95]. Однако в XIX веке проблема защиты прав инвесторов в облигации стояла весьма остро. Это следует из того, что в конце 1870-х годов в своей работе предлагал И.Т.Тарасов: «всякий заем акционерной компании должен исключительно помещаться по публичной общедоступной подписке, так как этим путем устраняется всякий повод к злоупотреблениям, оберегается гласность относительно движения долгов акционерных предприятий, самому предприятию ссуда достается по наиболее дешевой цене. Практика указала, что в выпуске и помещении облигаций возможны почти все те же злоупотребления, какие и в выпуске акций, – ...синдикаты, дутые проспекты и т. п...., поэтому установление правил относительно проспектов о выпуске облигаций, производства подписки на облигации и разверстки их столь же необходимо и должно быть подчинено тем же правилам, как и в отношении к акциям» [19, с. 319].

Впрочем, разработчики проектов корпоративных законов довольно далеко продвинулись в вопросах, связанных с решением возможных конфликтов интересов, возникающих при выпуске облигаций, и обеспечением защиты интересов и прав инвесторов. Так, например, в Бельгийском проекте закона об акционерных компаниях было предусмотрено следующие детали. При выпуске облигаций, «погашаемых посредством тиража... все они [погашаются] в одной цене и чтобы сумма ежегодного погашения с процентами... за все время займа [должна быть] одинаковая. Облигации могут быть выпускаемы только после конституции компании, и облигационный капитал не может превышать оплаченного акционерного капитала. ...Владельцы облигаций имеют право

¹⁵ Например, известно, что французскому банку *Société de Crédit Mobilier*, получившему концессию на 99 лет, было предоставлено право выпуска краткосрочных и долгосрочных облигаций на сумму, превышающую в 10 раз акционерный капитал [19, с. 100–101].

справляться... в балансе, счете прибылей и убытков и в списке акционеров с указанием на имена их, число акций каждого и местожительство, равно как и в особом рапорте комиссара, если он не утвердит вполне баланс. Владельцы облигаций имеют право участвовать в общих собраниях, но пользуясь только совещательным голосом.... Ежегодно должна быть отчисляема из чистых прибылей по крайней мере 1/20 часть на образование запасного капитала, и отчисление это прекращается только тогда, когда запасной капитал достигнет размеров, равных 1/10 части акционерного капитала [19, с. 339].

Важное место в развитии рынка корпоративных облигаций и устранении проблемы информационной асимметрии необходимо отнести на появление на информационном рынке *рейтинговых агентств*. Их основная роль состояла в оценке кредитного риска и удобном для инвесторов ранжировании заемщиков по данному критерию с учетом влияния на уровень кредитного риска множества факторов. Кредитные рейтинги стали рассматриваться как инвесторами, так и иными заинтересованными субъектами (организаторами торговли, государственными регуляторами) как важнейшие инструменты, используемые для оценки привлекательности и надежности долговых бумаг. Наиболее рано из известных по настоящее время рейтинговых агентств, как следует из работы Я.М.Мирикна, учреждается «*Moody's Investors Services*», основанное в 1900 году. Его главный конкурент, «*Standard & Poor's Corporation*», осуществляет рейтинговую деятельность с 1941 года¹⁶ [13, с. 350]. В 1913 году было основано агентство «*Fitch Investors Service*» (с 1997 года – *Fitch IBCA*), действовавшее в начале как издательство, публиковавшее финансовые статистические данные, а в 1924 году предложившее рынку широко известную в настоящее время рейтинговую шкалу от «AAA» до «D» [24].

Касаясь вопроса о способах легитимации кредитора по облигациям компаний и способам передачи прав по данным бумагам, следует отметить, что также, как и в отношении государственных облигаций в XIX веке произошел переход от жесткого требования выпуска таких бумаг как именных к разрешению формы предъявительских бумаг и преимущественному использованию на практике именно такой формы. Это касалось большинства стран. Однако имелись и исключения. М.М.Агарков на это счет пишет: «В Германии является обычным выпуск акционерными обществами облигаций в форме ордерных бумаг... Они составляются по приказу какого-либо банка, с бланковым индоссаментом которого и выпускаются на рынок. Эта форма позволяет обходить [норму закона], требующ[ую] разрешение правительства для выпуска денежных

¹⁶ По данным, которые приводит Ю.А.Данилов, агентство «*Standard & Poor's Rating Services*» начало свою деятельность в 1916 году [7, с. 140].

обязательств на предъявителя. Кроме того она создает удобный способ гарантирования банком облигационного займа. Благодаря бланковому индоссаменту такие облигации сохраняют преимущество легкой обращаемости, свойственное бумагам на предъявителя. Изредка встречаются ордерные облигации во Франции» [1, с. 287]. Впрочем, указанные исключения лишь подтверждали правило: эволюция облигаций находила наиболее удобные с точки зрения потребностей рынка и удобства для инвесторов формы.

Характерной чертой эволюции долговых рыночных инструментов финансирования компаний в рассматриваемый период стало появление некоторых новых их разновидностей, получивших в последствии широкое распространение. В качестве первого примера такого рода можно указать на привилегированные акции. Их появление можно рассматривать как ответную реакцию со стороны компаний на вводимые ограничения на использование частными компаниями заемного капитала. Это отвечало задаче поиска адекватных формул защиты прав инвесторов и акционеров и являлась реакцией на относительные неудачи в развитии некоторых альтернативных форм долговых бумаг, доходность которых привязывалась к доходам самих компаний, таких как *income bonds*. Как указывает И.Г.Доронин, *привилегированные акции* как новый финансовый инструмент появились на фондовом рынке в XIX веке (в Англии в 1849 году 66 % акционерного капитала железнодорожных компаний составляли привилегированные акции.). Они использовались акционерными обществами с целью привлечения капитала «без ущерба для своей финансовой стабильности». В качестве предшественников привилегированных акций, сообщает автор, следует рассматривать «доходные облигации» (*income bonds*), однако этот инструмент не получил широкого распространения, поскольку инвесторы не доверяли публикуемым данным о доходах акционерных обществ [14, с. 37].

XIX век стал также временем появления *коммерческих бумаг* (*commercial papers*), о которых уже было сказано выше. Как показывает Б.Б.Рубцов, в начале XIX века отдельные американские компании стали продавать свои векселя на открытом рынке вместо получения банковских ссуд [14, с. 104]. Таким образом, первоначальной конструкцией коммерческих бумаг¹⁷ была не облигация, а соло-вексель. Употребление в отношении этих бумаг термина «коммерческие бумаги», по всей видимости, объясняется характеристиками организации рынка и некоторыми особенностями выпуска. Эмитентами таких бумаг в основном выступали нефинансовые предприятия: текстильные компании, железные дороги, предприятия пищевой промышленности. Значительная часть бумаг

¹⁷ Скорее всего, данный термин относительно более молод по сравнению с приводимым Б.Б.Рубцовым примером.

размещалась за небольшое вознаграждение через дилеров. Основными покупателями выступали банки. Однако подчеркнем, это касается только рынка США. Впрочем и здесь значение коммерческих бумаг до 1970-х годов было крайне мало, а история данного рынка содержала периоды его фактически полного свертывания.

В качестве короткого резюме отметим, что рост разнообразия видов долговых инструментов не менял их сущности. Функциями этих инструментов и формирующихся на их основе рынков оставалось аккумулятивное капитала с целью финансирования деятельности компаний, реализация крупных проектов с привлечением капитала множества независимых экономических агентов (см. табл. 3). Более серьезные масштабы воздействия данных рынков на экономику практически никем не выделялись как значимые, за исключением того случая, когда ФРС обнаружила возможность совершения эффективных операций на открытом рынке.

Таблица 3

Эволюция функций долговых ценных бумаг и их рынков, XIX – н. XX в.

Функция	Носитель функции	Содержание, примеры
Кредитная	Корпоративные облигации, закладные листы	Практика выпуска корпоративных облигаций диверсифицировала источники привлечения заемного капитала эмитентами. Размещение облигаций позволяло формировать серьезный кредитный рычаг для повышения рентабельности бизнеса, реализации инвестиционных проектов, стратегий корпоративных захватов, служило иным целям. Закладные листы, имевшие хождение в к. XVIII – н. XIX в., способствовали получению кредита землевладельцами
Мобилизация ипотеки	<i>Pfandbriefe</i> 'ы, ипотечные цедулы	Служили инструментами мобилизации ипотеки, средством, с помощью которого неликвидное обязательство получателя ипотечного кредита обеспечивалось гарантиями особой корпорации землевладельцев и обрело достаточную ликвидность
Фискальная	Государственные облигации	Эмиссия совершалась, главным образом, в целях покрытия бюджетных дефицитов.

Заключение

Рассматриваемый период, захватывающий время генезиса и несколько веков эволюции институтов государственных и частных облигаций, представляет собой чрезвычайно насыщенную серьезными изменениями историю. Помимо того, что в период XIV – XVIII веков сформировались главные сегменты рынка, которые до сегодняшнего дня являются подавляющими по своему объему (это рынки государственных и

корпоративных облигаций, а также институт «покрытых» облигаций), этот же период вообрал начальную практику работы институтов организованной торговли подобными ценными бумагами, сформировал новые институты экономного трансферта прав по ценным бумагам.

Все это послужило значительным подспорьем в принятии этими рынками более масштабных задач по привлечению ресурсов национальными правительствами и частными компаниями в период индустриализации. В целом изучаемые рынки не получили до начала XX века каких-либо дополнительных функций, кроме тех, которые были обозначены еще на стадии их генезиса. Однако эволюция институтов рынка, многообразие видов, гибкость, развитая инфраструктура и прочие компоненты, которые составили основу для роста их масштабов в конечном счете стали основанием для принятия рынками облигаций функций более высокого порядка. Это и функция участия в денежно-кредитном регулировании экономики, организуемом посредством проведения на данных рынках правительством и центральным банком согласованных действий, и функция проведения масштабной аккумуляции капитала под эмиссию ценных бумаг, покрытых мобилизованными активами (начиная с закладных и заканчивая потоками по кредитным картам).

Отвечая на один из главных поставленных во введении вопросов, следует указать, что эволюция институтов государственных и корпоративных облигаций протекала в рассматриваемый период так, что не затрагивала серьезным образом состава базовых функций данных институтов. Эти функции, определяя роль изучаемых институтов в экономическом процессе, программировали их развитие. Данный вывод дает основания для необходимости соответствующего изучения последующего периода эволюции исследуемых институтов и определения направления трансформации как самих институтов, так и их функций, определяющих траекторию и интенсивность экономического развития. Впрочем, такой анализ может быть сделан в отдельной работе.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. *Агарков М. М.* Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. – М.: Волтерс Клуверт, 2005. – 336 с.
2. *Арриги Дж.* Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени. – М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006. – 472 с.
3. *Берман Г. Дж.* Западная традиция права: эпоха формирования. – М.: Изд-во МГУ: Издательская группа ИНФРА-М – НОРМА, 1998. – 624 с.

4. *Бродель Ф.* Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV–XVIII вв. Т. I. Структуры повседневности: возможное и невозможное. – М.: Прогресс, 1986. – 622 с.
5. *Бродель Ф.* Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV–XVIII вв. Т. II. Игры обмена. – М.: Прогресс, 1986. – 632 с.
6. *Галкин И. В., Комов А. В., Сизов Ю. – С., Чижев С. Д.* Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1998. – 222 с.
7. *Данилов Ю. А.* Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 432 с.
8. *Зомбарт В.* Современный капитализм. Т.I. – М.: Издание Д.С. Горшкова, 1903.
9. *Камерон Р.* Краткая экономическая история мира. От палеолита до наших дней. – М.: Росспэн, 2001. – 544 с.
10. *Криничанский К. В.* Генезис экономических институтов: корпорации, профессиональные участники финансового рынка: Средневековая Европа – современная Россия. – Челяб. гос. ун-т. Челябинск, 2003. – 43 с.
11. *Кулагин М. И.* Избранные труды по акционерному и торговому праву. – М.: Статут, 2004. – 363 с.
12. *Луниц Л. А.* Деньги и денежные обязательства в гражданском праве. – М.: Статут, 1999. – 352 с.
13. *Миркин Я. М.* Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций/ Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И.В. Добашина, З. А. Воробьева. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 533 с.
14. *Мировой фондовый рынок и интересы России/ [отв. ред. Д.В. Смыслов]; Ин-т мировой экономики и международных отношений.* – М.: Наука, 2006. – 358 с.
15. *Нерсесов Н. О.* Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. – М.: Статут, 2000. – 286 с.
16. *Норт Даглас К.* Институты и экономический рост: историческое введение// Thesis. 1993, вып. 2. – С. 69–91.
17. *Романов А. К.* Правовая система Англии. – М.: Дело, 2002. – 344 с.
18. *Рубцов Б. Б.* Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
19. *Тарасов И. Т.* Учение об акционерных компаниях. – М.: Статут, 2000. – 666 с.
20. *Ульянецкий М.* Классификация и анализ государственных облигаций внутреннего долга с фиксированной ставкой по сроку обращения// Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 7. – С. 8–13.
21. *Черепашин Б.Б.* Труды по гражданскому праву. – М.: Статут, 2001. – 479 с.

22. *Ческидов Б.М.* Модели рынков ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2006. – 416 с.
23. *Шумпетер Й.А.* Теория экономического анализа. В 3-х т. – СПб.: Экономическая школа, СПГУЭиФ, ВШЭ, 2001.
24. www.fitchratings.ru.
25. www.k2kapital.com.